

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění společnosti Třinecké železářny, a.s.
Valuation of the Company Třinecké železářny, a.s.

Student: Bc. Romana Gazdová
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2015

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Romana Gazdová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Téma: **Ocenění společnosti Třinecké železárny, a.s.**
Valuation of the Company Třinecké železárny, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Strategická a finanční analýza podniku
 4. Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami
 5. Zhodnocení výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 24. dubna 2015



Bc. Romana Gazdová

Na tomto místě bych ráda poděkovala prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové, za odborné rady a cenné připomínky, které přispěly k vypracování této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod	6
2	Teoretická východiska oceňování podniku.....	7
2.1	Obecné základy pro oceňování podniku.....	7
2.1.1	Úrovně a kategorie hodnoty podniku.....	7
2.2	Postup při ocenění podniku	10
2.2.1	Sběr vstupních dat.....	10
2.2.2	Strategická analýza	10
2.2.3	Finanční analýza	11
2.2.4	Analýza trendů (horizontální analýza).....	12
2.2.5	Analýza struktury (vertikální analýza)	12
2.2.6	Analýza poměrových ukazatelů.....	13
2.2.7	Predikční modely	17
2.2.8	SWOT analýza.....	18
2.2.9	Sestavení finančního plánu	18
2.2.10	Náklady kapitálu	19
2.2.11	Metody oceňování.....	23
2.2.12	Výnosové metody	23
2.2.13	Metoda diskontovaného cash flow (DCF).....	23
2.2.14	Metoda kapitalizovaných zisků	25
2.2.15	Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).....	26
2.2.16	Majetkové metody	27
2.2.17	Tržní (komparativní) metody.....	29
2.2.18	Analýza citlivosti	29
3	Strategická a finanční analýza podniku.....	31
3.1	Profil společnosti	31
3.1.1	Historie společnosti.....	32
3.2	Finanční analýza oceňovaného podniku.....	33

3.2.1	Vertikální analýza	33
3.2.2	Horizontální analýza	35
3.2.3	Analýza poměrových ukazatelů	40
3.2.4	Zhodnocení finanční situace podniku	43
3.3	Strategická analýza	44
3.3.1	Analýza makroprostředí	44
3.3.2	Průmysl	44
3.3.3	Bariéry vstupu do odvětví	46
3.3.4	Hrubý domácí produkt	46
3.3.5	Inflace	47
3.3.6	Nezaměstnanost	47
3.3.7	Měnový kurz	48
3.3.8	Analýza mikroprostředí	49
3.3.9	SWOT analýza	52
4	Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami	54
4.1	Finanční plán	54
4.2	Plán tržeb	54
4.2.1	Plán provozní ziskové marže	55
4.2.2	Plán investic	55
4.2.3	Plán financování	56
4.2.4	Plán pracovního kapitálu	57
4.2.5	Plánovaný výkaz zisku a ztrát pro roky 2014 - 2018	59
4.2.6	Plánovaný výkaz cash flow pro roky 2014 - 2018	59
4.2.7	Plánovaná rozvaha pro roky 2014 – 2018	59
4.3	Stanovení nákladů na kapitál	61
4.3.1	Náklady na vlastní kapitál	61
4.3.2	Náklady na cizí kapitál	62

4.3.3	Náklady na celkový kapitál.....	62
4.4	Ocenění podniku metodou DCF – Entity	63
4.5	Ocenění podniku metodou EVA – Entity.....	64
5	Zhodnocení výsledků	67
6	Závěr	71
	Seznam použité literatury.....	73
	Seznam zkratk.....	76
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Metodika oceňování podniku se v České republice stala aktuální počátkem devadesátých let v důsledku privatizace státních podniků. Představuje rozsáhlou rozvíjející se oblast, u které dochází k propojování různých podnikohospodářských oborů a je důležitým podkladem pro řadu strategických rozhodnutí managementu. Vzhledem k vývoji českého kapitálového trhu dochází k přesunu od účetních metod oceňování k metodám tržním.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty k 1. 1. 2014 pro účely prodeje podniku nespecifikovanému kupujícímu, přičemž předmětem ocenění je podnik Třinecké železářny, a.s.

Práce je rozdělena, kromě úvodu a závěru, na čtyři kapitoly. Druhá kapitola je zaměřena na teoretická východiska oceňování, která jsou následně v praktické části práce aplikována k ocenění společnosti Třinecké železářny, a.s. Jsou zde uvedeny obecné základy oceňování, důvody pro oceňování a postup oceňování včetně popisu finanční a strategické analýzy a popisu jednotlivých oceňovacích metod.

Ve třetí části práce je stručně představena oceňovaná společnost, je provedena finanční analýza, která poskytne první informace o finanční úrovni podniku a také je vytvořena strategická analýza. Strategická analýza je následně využita jako podklad pro stanovení tempa růstu tržeb společnosti. Závěry těchto analýz jsou následně shrnuty pomocí SWOT analýzy a v neposlední řadě je vytvořen dlouhodobý finanční plán podniku, který je pro ocenění nezbytným krokem a na jehož základě je odhadnuta hodnota podniku pomocí vybraných metod.

Ve čtvrté části jsou nejprve stanoveny náklady vlastního kapitálu pomocí beta verze modelu CAPM a pomocí stavebnicového modelu a náklady cizího kapitálu dle alternativního postupu na základě tržních dat. Následně jsou stanoveny průměrné náklady celkového kapitálu WACC. V neposlední řadě je stanovena hodnota oceňované společnosti pomocí dvoufázových metody DCF – Entity a EVA – Entity a je provedena analýza citlivosti na změnu vybraných vstupních parametrů v druhé fázi oceňování.

Pátá kapitola je určena ke zhodnocení a komparací dosažených výsledků získaných na základě výpočtu pomocí jednotlivých metod a stručnému zhodnocení citlivostní analýzy.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

Kapitola se zaměřuje na teorii oceňování podniku. Jsou zde vysvětleny základní pojmy související s oceňováním, popsány důvody pro ocenění podniku, které jsou východiskem pro výběr metody oceňování a také jsou uvedeny charakteristiky jednotlivých metod oceňování.

Důležitou podkapitolou je postup ocenění podniku, který je nezbytný ke konečnému ocenění konkrétního podniku, slouží pro stanovení konkrétní hodnoty podniku jak pro vlastníky, tak pro investory, případně pro další subjekty.

Kapitola vychází především z následující literatury (Mařík, 2011), (Dluhošová, 2010) (Grünwald, 2004) a (Damodaran, 2006).

2.1 Obecné základy pro oceňování podniku

Oceňování podniku je soubor činností, které vedou ke stanovení hodnoty podniku vyjádřené prostřednictvím peněžní částky. Takto stanovená hodnota podniku je závislá jak na účelu ocenění, tak na subjektu, z jehož hlediska je určována. Nejčastějšími důvody oceňování jsou například vlastnické změny, jako je koupě nebo prodej podniku, fúze nebo rozdělení podniku, dále pak rozhodování o emisi akcií, uvádění podniku na burzu apod. Dalšími důvody jsou např. změna právní formy podnikání, pro potřeby poskytnutí úvěru, či ocenění v souvislosti se sanací či likvidací společnosti.

Dále je nutné vymezit pojem podnik. V literatuře se můžeme setkat s různým vymezením, největší důraz se však klade na vymezení podle § 502 občanského zákoníku platného k 1. 1. 2014 je: „*Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ Podnik je tvořen hmotným a nehmotným majetkem a také je jeho součástí pracovní síla se svými zkušenostmi a znalostmi.

V České republice v současné době neexistuje žádný zákon nebo předpis, který by byl obecně závazný při oceňování, existují však předpisy, které se uplatňují dílčím způsobem, jde jak o České předpisy, Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy, tak o národní standardy různých zemí.

2.1.1 Úrovně a kategorie hodnoty podniku

Pro účely oceňování je nezbytné rozlišovat hladiny hodnot podniku, které se dělí na hodnotu brutto a hodnotu netto.

Hodnota brutto je hodnota podniku jako celku, zahrnuje tedy jak hodnotu pro vlastníky, tak hodnotu pro věřitele. Hodnotou netto se rozumí hodnota vlastního kapitálu, která představuje hodnotu pro vlastníky.

Dále je nezbytné rozlišit kategorie hodnot podniku, které jsou stručně popsány v následující části. Je to tržní, investiční, objektivizovaná hodnota a komplex hodnot podle Kolínské školy.

Tržní hodnota

Stanovení tržní hodnoty je založeno na předpokladu, že existuje trh s podniky, na němž je více prodávajících a více kupujících, které vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny. Tržní hodnota by tedy měla být odhadem ceny vytvořené střetem nabídky a poptávky.

Definice tržní hodnoty, viz Mařík (2011, s. 22): *„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*

Investiční hodnota

Investiční hodnota je z velké části ovlivňována subjektivním názorem a představou, ať manažerů podniku či investora, v souvislosti se stanovenými cíli. Prioritou při určování investiční hodnoty je tedy individuální postoj účastníku transakce k oceňovanému podniku. Hodnota je pak stanovena podle očekávaných užitek z majetku pro kupujícího a prodávajícího. V tomto pojetí tedy odpovídá investiční hodnota na otázku: Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?

Definice investiční hodnoty, viz Mařík (2011, s. 26): *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“*

Objektivizovaná hodnota

V praxi se můžeme setkat s požadavkem ocenění podniku jeho „objektivní“ hodnotou. Nicméně je nezbytné upozornit na to, že něco jako „objektivní hodnota podniku“ neexistuje, neboť hodnota podniku je založena na odhadu budoucího vývoje podniku, který je v zásadě názorem oceňovatele. Hodnota je také závislá jednak na účelu ocenění a také na subjektu, z jehož hlediska je určována, proto odhadci začali pracovat s pojmem objektivizovaná hodnota, která by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech. Objektivizace se používá zejména tam, kde je nutno vyloučit jakýkoliv subjektivní vliv, včetně subjektivního

vlivu znalce. Zpravidla se jí dosahuje použitím údajů, které jsou nesporné, např. historické údaje.

Definice objektivizované hodnoty, viz Mařík (2011, s. 27): „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníku), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“

Kolínská škola

Komplex hodnot podle Kolínské školy je založen na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího a konkrétního kupujícího. Princip ocenění je tedy nezbytné přizpůsobit jednotlivým funkcím, které má ocenění pro svého uživatele. Dle Kolínské školy těmito funkcemi jsou

- poradenská funkce,
- rozhodčí funkce,
- argumentační funkce,
- komunikační funkce,
- daňová funkce.

Princip poradenské funkce je, že ten, kdo kupuje, hledá maximální výši ceny, ten, kdo prodává, si stanoví minimální cenu, za kterou je ochoten prodat. Poskytuje tedy oceňování tzv. hraničních hodnot.

Rozhodčí funkce, je funkce nezávislého oceňovatele, který by měl odhadnout hraniční hodnoty účastníku transakce a taky by měl nalézt spravedlivou hodnotu v rámci stanoveného rozpětí.

V rámci určování argumentační funkce, je úkolem oceňovatele hledat argumenty ke zlepšení pozice dané strany, slouží tedy jako podklad pro jednání.

Cílem komunikační funkce je poskytnutí podkladů pro komunikaci s veřejností, především pak s investory a bankami.

Daňová funkce, jak již vyplývá z názvu, je určena k tomu, aby poskytla podklady pro daňové účely.

2.2 Postup při ocenění podniku

V této kapitole je popsán postup oceňování společnosti, obecně jej můžeme rozdělit na sběr vstupních dat, analýzu dat, která zahrnuje především strategickou a finanční analýzu, dále sestavení finančního plánu a na závěr samotné ocenění společnosti pomocí vybraných metod.

Vzhledem k různorodosti konkrétních podmínek oceňování se tento postup neobejde bez modifikací v závislosti na konkrétních podmínkách, tj. především podle konkrétního podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat apod.

2.2.1 Sběr vstupních dat

Prvním krokem u oceňování společnosti je sběr vstupních dat, jelikož bez dostatečných informací a dat není stanovení hodnoty firmy možné. Množství dat, která musí oceňovatel mít k dispozici, pokrývá téměř celé dění v podniku. Jsou nezbytná jak interní data, tak informace o prostředí, které podnik obklopuje a o odvětví, v němž podniká.

Na základě toho, jaká data používáme, je můžeme pro účely ocenění rozdělit do čtyř skupin:

- interní podnikové informace, kterými jsou především účetní závěrka, finanční plány a vnitropodnikové informace,
- odvětvové informace a předpovědi, jež se týkají hlavně analýzy trhu, stavu a vývoje ekonomiky,
- mikroekonomické informace zahrnující ratingové hodnocení a legislativní předpisy,
- makroekonomické informace, které charakterizují stav a vývoj ekonomiky a finančních trhů. (Dluhošová, 2010)

2.2.2 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou oblastí oceňování, která slouží k určení celkového výnosového potenciálu podniku. Je proto nezbytné, aby se její význam nepodceňoval, a aby se na jejím základě došlo ke konkrétním výsledkům. Je vhodná k nalezení faktorů, které ovlivňují budoucí vývoj nákladů, daní a investic a ke zjištění, jaké změny ve finančním hodnocení tyto faktory mohou vyvolat. Budoucí postavení firmy závisí na vnějším prostředí podniku a zároveň na jeho vnitřním potenciálu.

Postup pro vypracování strategické analýzy může být následující. Prvním krokem by měla být analýza vnějšího potenciálu, dále by měla být provedena analýza vnitřního potenciálu a v neposlední řadě prognóza tržeb oceňovaného podniku a to v návaznosti na výsledcích předchozích dvou kroků.

Analýza vnějšího potenciálu

Cílem analýzy vnějšího potenciálu je najít v okolí podniku příležitosti a možnosti jejich využití. Současně by měla být nalezena ohrožení, kterým je nutno zabránit, či je alespoň minimalizovat. Jde o analýzu a prognózu relevantního trhu.

V rámci této analýzy by měl být tedy vymezen relevantní trh oceňovaného podniku a to z hlediska produktu, území, zákazníků a konkurentů. Dále by měla být provedena analýza atraktivity trhu oceňované společnosti, která by měla přispět k lepšímu poznání rizik a příležitostí spojených s daným trhem a k poskytnutí podkladů pro určení diskontní míry a rizikové přírážky.

Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly

Úkolem analýzy vnitřního potenciálu je identifikovat strategicky významné zdroje a přednosti podniku jako zdroje konkurenční síly a zhodnocení této konkurenční síly vůči hlavním konkurentům. Výsledky analýzy by se měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu podniku nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku.

Cílem analýzy konkurenčních sil je predikce vývoje tržních podílů oceňovaného podniku. Postup při této analýze by měl být dle Mařík (2011, s. 74) následující:

- a. stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku,*
- b. identifikace konkurentů,*
- c. analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly,*
- d. prognóza tržních podílů.*

Výsledkem analýzy vnitřního potenciálu by měl být odhad možného vývoje tržního podílu oceňovaného podniku.

Prognóza tržeb

Prognóza tržeb představuje primární cíl a je závěrečným krokem celé strategické analýzy. Vychází z analýzy časových řad tržeb za minulá období, z analýzy a prognózy relevantního trhu, z analýzy růstu vnitřního a vnějšího potenciálu a z analýzy konkurenční síly podniku.

2.2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je nezbytná součástí soustavy finančního řízení podniku. Úzce souvisí s účetnictvím, které poskytuje pro analýzu data a informace prostřednictvím základních účetních výkazů a to rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu o peněžních tocích neboli cash flow.

V rámci oceňování podniku se finanční analýza používá pro ověření finančního zdraví podniku a k vytvoření základu pro finanční plán, ze kterého se pak vyvozuje výnosová metoda.

Kvalitu finanční analýzy bezesporu ovlivňují vstupní informace, ze kterých je vypočítaná. Zdroje pro tyto informace lze shrnout do tří oblastí:

- finanční informace (např.: účetní výkazy, výroční zprávy a vnitropodnikové informace),
- kvantifikovatelné nefinanční informace (např.: oficiální ekonomická a podniková statistika, cenové a nákladové kalkulace, interní směrnice a normy spotřeby),
- nekvanitifikovatelné informace (např.: zprávy vedoucích pracovníků a auditorů).

Je důležité finanční analýzu nejen spočítat, ale především správně interpretovat a vyvodit závěry vzhledem k výsledné hodnotě firmy.

Kapitola vychází z bakalářské práce (Gazdová, 2013).

2.2.4 Analýza trendů (horizontální analýza)

Horizontální analýza je založena na pozorování vývoje zkoumaných veličin v čase, a to obvykle ve vztahu k minulému období. Jde tedy o kvantifikování meziročních změn, na jejichž základě se odhadují dlouhodobé trendy významných finančních položek. K rozboru se používají bazické a řetězové indexy. Při výpočtu se musí brát v úvahu jak změny absolutní, tak změny relativní, které se vypočítají jako

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde U_t je hodnota ukazatele v běžném roce a U_{t-1} představuje hodnotu ukazatele v roce předchozím.

2.2.5 Analýza struktury (vertikální analýza)

Vertikální analýza se využívá především při analýze aktiv a pasiv podniku, tržeb, zisku, nákladů a případně dílčích složek ukazatelů.

Počítá se pomocí vzorce

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele a $\sum U_i$ je velikost absolutního ukazatele.

Nevýhodou metody je, že vyjadřuje pouze procentní změny a nevysvětluje důvody, z jakých ke změnám došlo.

2.2.6 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele jsou základní nástroje pro výpočet finanční analýzy, které, jak již vyplývá z názvu, poměřují položky účetních výkazů, mezi kterými existuje souvislost. Ukazatelů existuje celá řada a mnohdy se liší jen drobnými modifikacemi, proto je vhodné při analýze vybírat vzorce, které odpovídají zkoumanému jevu.

Výhodou poměrových ukazatelů je, že umožňují

- srovnání výsledků podniku za více období,
- srovnání podniku s odvětvím nebo jinými konkurenčními podniky,
- konstrukci finančních modelů.

Mezi základní oblasti finanční analýzy, které analyzujeme pomocí poměrových ukazatelů, patří ukazatele rentability, likvidity, aktivity a finanční stability a zadluženosti.

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost patří ve většině zemí k nejdůležitějším charakteristikám podnikatelské činnosti. Slouží jako měřítko schopnosti podniku dosahovat zisk pomocí vloženého kapitálu. Je formou vyjádření zisku a ziskovosti podniku, která slouží jako hlavní kritérium pro umístění kapitálu. Vzhledem k omezenosti finančních zdrojů je rentabilita využívána ve většině rozhodnutí, která mají dlouhodobý dopad na společnost a jejichž důsledky se projeví v průběhu více let, jako například rozhodování o investici do projektu, zda nakoupit či prodat akcie apod. Nejčastěji se u těchto ukazatelů vychází z výkazu zisku a ztrát, na který se klade vyšší důraz, a rozvahy. Typické pro ukazatele rentability je poměrování vlastního kapitálu se ziskem, přičemž podle druhu ukazatele se liší i zisk použitý pro výpočet.

V praxi se používají různé obměny ukazatelů podle použitého zisku. Zisk očištěný o úroky je vhodnější pro vyjádření výsledku z běžných transakcí, neboť není ovlivněn tím, z jakých zdrojů jsou aktivita podniku financována. Výhodou vývoje zisku před úroky a zdaněním je, že není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb a ani změnou struktury finančních zdrojů.

Rentabilita aktiv (ROA) je považovaná za klíčový ukazatel označovaný také jako rentabilita celkového kapitálu. Vyjadřuje poměr mezi ziskem před zdaněním a úroky a celkovými aktivy podniku. Je žádoucí, aby výsledná rentabilita měla v čase rostoucí trend.

Vypočítá se jako

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}, \quad (2.4)$$

$$ROA = \frac{EAT + úroky(1-t)}{aktiva}, \quad (2.5)$$

kde t představuje daňovou sazbu.

V prvním vzorci je pro výpočet použit zisk před zdaněním a úroky, majetek tedy vytváří zisk, který bude rozdělen na čistý zisk, daň z příjmu a úrok pro věřitele. Ukazatel je vhodný pro porovnávání podniků působících v různých zemích s rozdílnými daněmi a různou zadlužeností a slouží rovněž pro porovnání výsledků v čase.

Druhý vzorec pro výpočet zahrnuje zisk po zdanění spolu s úroky, efektem reprodukce tedy není jen čistý zisk jako odměna vlastníků, ale i úrok jako odměna věřitelům za půjčení kapitálu, která podléhá dani z příjmu. V případě, že by ve vzorci nebylo zohledněno zdanění, docházelo by ke změně ukazatele pouze změnou finanční struktury.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje celkovou výnosnost vložených zdrojů. Investoři pomocí tohoto ukazatele hodnotí, zda je jejich kapitál reprodukován s intenzitou odpovídající riziku. Růst ukazatele může znamenat růst hospodářského výsledku, snížení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo pokles úročení cizího kapitálu. Výpočet slouží ke zjištění výše zúročení vlastního kapitálu. Vzorec pro výpočet je

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál}. \quad (2.6)$$

Rentabilita tržeb (ROS) je ukazatel sloužící k výpočtu, zda je podnik schopen dosahovat zisk při dané výši tržeb. Jinými slovy nám vyjadřuje množství zisku v Kč na 1 Kč tržeb. Je to poměr výsledku hospodaření a tržeb, přičemž obě veličiny jsou upravovány v různých podobách podle účelu analýzy. Vzorec je tedy

$$ROS = \frac{zisk}{celkové\ tržby}. \quad (2.7)$$

Zisk u tohoto ukazatele je závislý na druhu rentability, kterou počítáme. Pokud počítáme čistou rentabilitu tržeb, je používán čistý zisk (EAT), pokud provozní rentabilitu tržeb, tak zisk před zdaněním a úroky (EBIT).

Tento ukazatel je také nazýván ziskovým rozpětím, které slouží k vyjádření ziskové marže, nicméně pro toto pojetí ukazatele je nutno, aby byl jako zisk použit čistý zisk neboli zisk po zdanění.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity jsou označovány také jako ukazatele platební schopnosti podniku.

V úvodu je také důležité vysvětlit pojmy týkající se platební schopnosti podniku a to likvidita, likvidnost a solventnost.

Likvidita je tedy schopnost podniku dostávat svých závazků v dané výši a v dané době.

Likvidnost je schopnost podniku transformovat majetek na peněžní prostředky. Za nejlikvidnější se považuje ten majetek, který se na peněžní prostředky dá přeměnit nejrychleji a s nejmenšími finančními ztrátami.

Solventnost vyjadřuje obecně platební schopnost podniku. Jde tedy o relativní přebytek hodnoty aktiv nad hodnotou závazků.

Okamžitá likvidita představuje nejužší vymezení likvidity a to z toho důvodu, že do něj vstupují jen nejlikvidnější položky rozvahy. Je to významný ukazatel především z krátkodobého hlediska. Výpočet se provádí pomocí vztahu

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prost\acute{r}edky}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}, \quad (2.8)$$

kde pohotové platební prostředky zahrnují peníze a to jak na účtech, tak v hotovosti a šeky. Žádoucí je rostoucí trend tohoto ukazatele.

Pohotová likvidita, která bývá také označovaná jako likvidita 2. stupně se vypočítá pomocí vzorce

$$\text{pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva} - \text{zásoby}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}, \quad (2.9)$$

kdy pro výpočet používáme jen pohotové prostředky oběžných aktiv. Pro pohotovou likviditu platí, že čítec by měl být stejný jako jmenovatel, a tak i doporučená hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí od 1,0 do 1,5. Výše ukazatele je závislá na typu a činnosti podniku a odvětví.

Celková likvidita označovaná také jako běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Vypovídá tedy o schopnosti podniku uspokojit své věřitele v případě, kdy by transformoval všechna oběžná aktiva na peněžní prostředky. Vypočítá se pomocí následujícího vzorce

$$\text{celková likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{a} aktiva}}{\text{kr\acute{a}tkodob\acute{e} z\acute{a}vazky}}, \quad (2.10)$$

jehož nevýhodou je, že nezohledňuje strukturu oběžných aktiv z hlediska likvidnosti a nebere v úvahu dobu splatnosti krátkodobých závazků.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity nebo také ukazatele relativní vázanosti kapitálu měří schopnost podniku využívat investované finanční prostředky. Tyto ukazatele nejčastěji vyjadřují dobu obratu a počet obrátek jednotlivých složek zdrojů aktiv.

Obratovost (rychlost obratu) vyjadřuje, kolikrát se určitá položka přemění na položku jinou za časové období. Doba obratu vyjadřuje, za jakou dobu se uskuteční jeden obrat.

Obrátka celkových aktiv patří mezi faktory, které ovlivňují rentabilitu celkového kapitálu. Vypočítá se jako poměr

$$\text{obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.11)$$

Tento ukazatel se používá především pro mezipodnikové srovnání a je žádoucí rostoucí trend výsledků v čase.

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za kolik dní dojde k obratu celkových aktiv oproti tržbám. Pro firmu je žádoucí co jak nejkratší doba obratu. Vztah pro výpočet je

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.12)$$

Doba obratu zásob vyjadřuje, za jakou dobu se zásoby v podniku obrátí. Doba obratu by měla být v takové výši, která bude technicky i ekonomicky zdůvodnitelná. Vypočítá se jako poměr

$$\text{doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.13)$$

Doba obratu pohledávek vypovídá o strategii řízení pohledávek, výsledek určuje, za jak dlouho jsou průměrně hrazeny pohledávky společnosti, vzorec je následující

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.14)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje dobu, za jakou firma splácí své krátkodobé obchodní závazky. Je to tedy charakteristika platební disciplíny podniku. Výpočet se provádí dle

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.15)$$

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Základním cílem používání ukazatelů finanční stability a zadluženosti je dlouhodobé hodnocení finanční struktury firmy. Zadluženost znamená, že podnik používá k financování

nejen vlastní zdroje, ale také zdroje cizí. Je důležité mít na paměti, že zadluženost není u firem v reálné ekonomice negativní jev.

Podíl vlastního kapitálu udává, jak je vysoká finanční samostatnost podniku a charakterizuje do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Je žádoucí rostoucí trend, nicméně pokud bude příliš vysoký, tak to může vést ke snižování hodnoty výnosnosti vložených prostředků. Vypočítá se tedy jako

$$\text{podíl vlastního kapitálu} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.16)$$

Stupeň krytí stálých aktiv se vypočítá pomocí následujícího vzorce

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{stálá aktiva}}, \quad (2.17)$$

vzorec tedy poměruje dlouhodobý kapitál ke stálým aktivům. Přičemž stálá aktiva by měla být krytá právě dlouhodobými zdroji, což znamená, že by měl ukazatel dosahovat alespoň 100 %.

Majetkový koeficient nebo také finanční páka představuje, kolik Kč aktiv připadá na 1 Kč vlastních zdrojů. Trend ukazatele by měl být stabilní a vypočítá se pomocí následujícího vzorce

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.18)$$

Celková zadluženost měří podíl, jak se věřitelé podílejí na financování celkového majetku podniku. Hodnotí tedy zadluženost podniku a vypočítá se pomocí vztahu

$$\text{celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.19)$$

2.2.7 Predikční modely

Kromě poměrových ukazatelů bývají využívány k hodnocení finanční pozice také tzv. predikční modely, jejichž podstatou je vyjádření úrovně finanční situace a výkonnosti podniku jedním číslem. Tyto predikční modely se dělí na skupinu bankrotních modelů (Altmanův model, Taflerův model, apod.) a skupinu ratingových modelů (Tamariho model, Kralickuv Quick-test, atd.). Jednoznačným rozdílem mezi těmito skupinami je ten, že pomocí bankrotních modelů se hodnotí možnost úpadku, kdežto u ratingových modelů se hodnotí možnost zhoršení finanční úrovně podniku.

Pro posouzení finanční výkonnosti v českém prostředí byl vyvinut Index IN. Tento model prošel řadou aktualizací. V práci bude použita verze Index IN05, která obsahuje ukazatele z oblasti aktivity, rentability, zadluženosti a likvidity. Principem je, že každému ukazateli je přiřazena váha podle významnosti. Vzorec pro výpočet je

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{A} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{V}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBÚ}, \quad (2.20)$$

kde A jsou aktiva, CZ jsou cizí zdroje, $Ú$ jsou nákladové úroky, V jsou celkové výnosy, KZ jsou krátkodobé zdroje a $KBÚ$ jsou krátkodobé bankovní úvěry.

Pokud je výsledná hodnota Indexu IN05 větší než 1,6, podnik má uspokojivou finanční situaci, pokud se nachází výsledná hodnota Indexu v rozmezí od 1,6 – 0,9 jde o podnik, který se nachází v tzv. šedé zóně, kdy nejde přesně stanovit, zda se jedná o podnik zdravý, nebo podnik, který se pravděpodobně dostane do finančních problémů. Hodnota Indexu, která je menší než 0,9 znamená podnik s finančními problémy.

2.2.8 SWOT analýza

K vyhodnocení a shrnutí závěrů finanční a strategické analýzy je možné použít SWOT analýzu, která využívá výstupy předchozích analýz pro komplexní hodnocení vnitřního a vnějšího potenciálu podniku s cílem poskytnout podklady pro volbu odpovídající strategie.

Princip SWOT analýzy spočívá v identifikaci a ohodnocení faktorů, které působí na současnou a budoucí pozici podniku. Jednotlivé faktory jsou roztříděny do čtyř kategorií. Z počátečních písmen anglických názvů každé kategorie je odvozen i název SWOT analýzy.

Tab. 2.1: SWOT analýza

VNITŘNÍ	Příklady silných stránek (Strengths)	Příklady slabých stránek (Weaknesses)
	Unikátní výrobek nebo služba	Špatná kvalita produktů a služeb
	Adekvátní zdroje (finanční, lidské)	Zhoršující se konkurenční postavení
	Dobré konkurenční schopnosti	Zastaralé zařízení
	Vybudovaná základna zákazníků	Nízká ziskovost
VNĚJŠÍ	Příklady příležitostí (Opportunities)	Příklady hrozeb (Threats)
	Vstup na nové trhy	Vstup nového konkurenta
	Rychlejší růst trhu	Rostoucí ceny vstupů
	Vertikální integrace	Pomalejší růst trhu
	Příznivý demografický vývoj	Rostoucí konkurenční tlaky
	POZITIVNÍ	NEGATIVNÍ

Zdroj: (Keřkovský & Vykypěl, 2002)

2.2.9 Sestavení finančního plánu

Základní východisko pro většinu oceňovacích metod, zejména pak pro oceňování pomocí výnosových metod, je finanční plán, který se skládá z hlavních finančních výkazů, a to

výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu o peněžních tocích. Prvním krokem je vytvoření dílčích plánů, které je nezbytné vybilancovat a na jejich základě se přistoupí k tvorbě základních účetních výkazů.

Dílčími plány jsou plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán pracovního kapitálu, plán investic a plán financování.

Plán tržeb vychází z možného procentuálního růstu tržeb, viz strategická analýza. Důležité je zjistit, zda podnik disponuje dostačujícími výrobními kapacitami, které se dále promítají do plánu investic a plánu financování.

Plán provozní ziskové marže určuje dosavadní vývoj poměru mezi ziskem a dosaženými výkony. Dále je možné analyzovat faktory, které na provozní ziskovou marži působí, zejména výše a struktura provozních nákladů.

Cílem **plánu pracovního kapitálu** je určit náročnost výkonů k jednotlivým složkám pracovního kapitálu a výsledkem je pak určení výše zásob, pohledávek a krátkodobých závazků.

Plán investic je odvozován z plánovaných investic a plánu kapacit vzhledem k růstu výkonů. Současně je nezbytné plánovat i odpisy.

Do **plánu financování** jsou zahrnuty předpokládané splátky úvěrů, popřípadě příjem nových úvěrů a navyšování vlastního kapitálu. Cílem plánu financování je rozhodnutí, z jakých zdrojů bude zajištěna finanční rovnováha podniku.

2.2.10 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu neboli náklady podniku, které jsou použity k získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu, představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Je možné je vnímat ze dvou úhlů pohledu a to z pohledu podniku, nebo z pohledu investora.

Z pohledu podniku jsou náklady kapitálu cena za kapitál získaný pro rozvoj činnosti. Z pohledu investora je to požadavek na výnosnost, která musí být firmou dosahována, aby nepoklesla hodnota bohatství pro investora.

Náklady na kapitál jsou důležité nejen v rámci oceňování podniku, ale také například při finančních rozhodnutích a úvahách.

Důležité je také jejich rozdělení na dvě skupiny, podle toho, zda se berou v úvahu náklady na celkový kapitál nebo náklady na kapitál vlastní.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na získání vlastního kapitálu jsou pro podnik vyšší než náklady na kapitál cizí. Je to dáno především rizikem vlastníka, který vkládá prostředky do podniku, které je vyšší než

riziko věřitele. Věřitel má zaručený pravidelný úrokový výnos bez ohledu na ziskovost dlužníka a prostředky do podniku vkládá na přesně stanovenou dobu, na rozdíl od vlastníka, který vkládá prostředky na neomezenou dobu a jeho výnos není zaručen. Dalším faktorem je, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, které snižují zisk jako základ pro výpočet daně, slouží tedy jako tzv. daňový štít.

Náklady na kapitál se určují buď na bázi tržních přístupů, nebo na základě metod vycházejících z účetních dat.

Základními metodami tedy jsou model oceňování kapitálových aktiv – CAPM, arbitrážní model oceňování – APM, dividendový růstový model, nebo stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM patří mezi tržní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál. Je to model oceňování kapitálových aktiv, u kterého je mezní sklon očekávaného výnosu a rizika pro všechny investory stejný.

Vztah pro výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM je následující

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.21)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je oceňovaný výnos tržního portfolia.

Prémie za riziko je minimální částka, kterou by měl výnos z rizika převýšit výnos z bezrizikového portfolia.

Výpočet β (vztah mezi zadluženou a nezadluženou hodnotou beta)

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.22)$$

kde t je sazba daně z příjmu a $\frac{D}{E}$ je poměr cizího kapitálu a cizího kapitálu.

Koeficient β vyjadřuje tržní systematické riziko, které postihuje celý trh, udává citlivost, na změnu vůči celému trhu.

Arbitrážní model oceňování je více faktorový model, pomocí kterého se bere v úvahu více rizikových faktorů, a to jak makroekonomických, tak mikroekonomických. Podmínkou je nemožnost arbitráže.

Základní vztah pro výpočet je

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F] \quad (2.23)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

Dividendový model se používá pro oceňování akcií. V případě nekonečné držby akcií a konstantní hodnoty dividendy DIV je možné určit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Vztah pro hodnotu vlastního kapitálu je tedy

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.24)$$

Pomocí **stavebnicového modelu**, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu jsou náklady na vlastní kapitál nejprve stanoveny jako celkové náklady nezadluženého podniku

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.25)$$

kde R_F je bezriziková sazba, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za finanční stabilitu, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy pak jsou stanoveny následovně

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.26)$$

kde D jsou bankovní úvěry navýšené o emitované obligace, A jsou celková aktiva, t sazba daně, $WACC_U$ jsou celkové náklady nezadlužené firmy.

V případě zadlužené společnosti je alternativní náklad na vlastní kapitál vypočítán jako

$$R_E = WACC_U + R_{\text{finstr}} = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA} + R_{\text{finstr}}, \quad (2.27)$$

kde R_{finstr} je riziková přírážka za finanční strukturu.

Riziková přírážka za podnikatelské riziko podniku je závislá na porovnání ukazatele rentabilit aktiv a ukazatele $X1$, který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Ukazatel $X1$ je dán vztahem

$$X1 = \frac{(VK + B\acute{U} + O)}{A} \cdot UM, \quad (2.28)$$

kde VK je vlastní kapitál, $B\acute{U}$ bankovní úvěry, O jsou obligace a UM úroková míra.

Když $\frac{EBIT}{A} > X1$, riziková přírážka se stanoví podle minimální sazby podnikatelského rizika odvětví. Je-li $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak je riziková přírážka rovna 10 %. Jestliže dojde k situaci,

kdy $0 \leq \frac{EBIT}{A} \leq X1$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = \left(\frac{X1 - EBIT/A}{X1}\right)^2 \cdot 0,1$.

Riziková přírážka za finanční stabilitu vychází z ukazatele celkové likvidity $L3$ a lze ji vyjádřit dle vzorce

$$L3 = \frac{OA}{KZ + BU - DU}, \quad (2.29)$$

kde OA jsou oběžná aktiva, KZ jsou krátkodobé závazky, BU bankovní úvěry a výpomoci a DU vyjadřují dlouhodobé bankovní úvěry.

Výsledná hodnota je porovnávána s mezními hodnotami $XL1$ a $XL2$, které jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví. Jestliže $L3 \leq XL1$, pak $R_{finstab}$ je 10 %. Pokud $L3 \geq XL2$, pak $R_{finstab}$ je rovna 0 %. V případě, kdy nastane situace $XL1 < XL2 < XL3$, pak

$$R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.30)$$

Riziková přírážka za velikost podniku vychází z cizích úplatných zdrojů podniku, které jsou porovnávány se stanovenými hodnotami. Jsou-li $UZ \geq 3$ mld. Kč, pak R_{LA} je 0%. Jestliže $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, pak hodnota rizikové přírážky je 5 %. Je-li velikost $UZ > 0,1$ mld. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, pak se velikost rizikové přírážky vypočte dle vzorce

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.31)$$

Riziková přírážka za finanční strukturu je stanovena jako

$$R_{finstr} = R_E - WACC_U. \quad (2.32)$$

Z důvodů zamezení extrémních případů je potřeba velikost přírážky omezit. Jestliže $R_E = WACC_U$, pak $R_{finstr} = 0$, jestliže $R_E - WACC_U > 10$ %, pak $R_{finstr} = 10$ %.

Náklady na celkový kapitál

Kombinací nákladů různých forem kapitálu, a to kapitálu cizího a kapitálu vlastního, jsou náklady na celkový kapitál neboli WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Je nezbytné, aby podíl těchto dvou složek na celkovém kapitálu byl vyčíslen na základě tržních dat.

Následující vzorec, pro výpočet WACC se jeví jako jednoduchý, nicméně z praktického hlediska může být problematické dosadit konkrétní data.

Vztah pro WACC je tedy následující

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.33)$$

kde R_D jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je sazba daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál a $D+E$ je celkový investovaný kapitál.

2.2.11 Metody oceňování

V současnosti existuje velké množství metod, pomocí nichž lze stanovovat hodnotu podniku. Základním předpokladem pro správnou volbu metody při oceňování je účel ocenění podniku.

Hlavní metody oceňování podniku lze rozdělit do několika skupin. (Dluhošová, 2010)

- Výnosové metody – odhadují hodnotu podniku na principu současné hodnoty budoucích užitků.
- Majetkové metody – vyjadřují stav majetku a závazků podniku k určitému časovému okamžiku.
- Tržní (komparativní) metody – založené na základě analýzy trhu. Důležitá je komparace dat z trhu v konkrétním časovém období.
- Kombinované metody – výsledná hodnota podniku je vyvozena na základě dílčích výsledků získaných aplikací oceňovaných metod ze všech základních přístupů.

2.2.12 Výnosové metody

Při oceňování pomocí výnosových metod se vychází z faktu, že hodnota statku je určena očekávaným užitkem pro daný subjekt. Při použití těchto metod je důležité, jakou kategorii hodnoty vyjadřujeme, na jaké úrovni se podnik oceňuje a v jakých cenách budou brány v úvahu vstupy.

2.2.13 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Je to metoda, která je nejrozšířenější v USA a Velké Británii. Vyskytuje se ve třech variantách, a to v závislosti na zvoleném kapitálu, z pohledu toho, jak jsou definovány finanční toky a jaký je použitý náklad kapitálu.

Volné finanční toky (FCF) jsou chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku. Dle vymezení kategorie kapitálu se rozlišují volné finanční toky podniku pro vlastníky a věřitele, tzv. FCFF (Free Cash Flow to the Firm), které představují veškeré finanční toky, které podnik generuje z aktiv bez ohledu na to, pro koho jsou určeny. Skládají se z volných finančních toků pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity) a volných finančních toků pro věřitele FCFD (Free Cash Flow to the Debt). Vztah pro výpočet je tedy následující

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.34)$$

Toky z pohledu vlastníků se vypočítají jako

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\check{C}PK - INV + S, \quad (2.35)$$

kde $\Delta\check{CPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje, S je saldo čerpání dluhu.

Volné finanční toky pro věřitele FCFD se vypočítají dle vztahu

$$FCFD = úroky(1-t) - S, \quad (2.36)$$

kde t je sazba daně z příjmu a $-S$ je rozdíl příjmů z inkasovaných splátek s dluhu minus výdaje na poskytnuté úvěry.

Varianty diskontovaného cash flow tedy jsou DCF - Entity, DCF - Equity a DCF APV.

Metoda DCF - Entity

Tato metoda oceňuje, jak je již patrné z názvu, celkový kapitál a proto je volný tok pro věřitele i vlastníky FCFF diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Cílem metody je tržní ocenění celkového kapitálu podniku. Vzorec pro výpočet je:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.37)$$

Metoda DCF - Equity

Tato metoda slouží k oceňování pouze vlastního kapitálu. Volné peněžní toky se tedy vztahují pouze k vlastnímu kapitálu (FCFE) a jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E .

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.38)$$

Metoda APV

Metoda *APV*, stejně jako *DCF Entity*, slouží k ocenění celkového kapitálu. Pracuje s finančními toky nezadlužené firmy a hodnota firmy se zjišťuje jako perpetuita dle následujícího vzorce:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.39)$$

kde $FCFE_U$ jsou finanční toky nezadlužené firmy, R_U je náklad celkového kapitálu nezadlužené firmy, TS je hodnota daňového štítu a R_D jsou náklady dluhu.

Dále je možné rozdělit metodu podle počtu fází, a to na jednofázovou, dvoufázovou a vícefázovou. V praktické části práce bude výpočet proveden pomocí dvoufázové metody, proto bude následující část zaměřena právě na tuto metodu.

Dvoufázová metoda je založena na principu, kdy je trvání podniku rozděleno na dvě fáze, přičemž první fáze je předvídatelná a lze pro jednotlivá léta vypracovat prognózu volných finančních toků. Je stanovena obvykle na dobu 3 až 5 let. Druhá fáze, které je označovaná také

jako pokračující hodnota, tedy PH, začíná na konci první fáze a předpokládá se její trvání do nekonečna.

Finální hodnota pomocí dvoufázové metody se tedy vypočítá jako

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.40)$$

kde V_1 představuje hodnotu první fáze a V_2 hodnotu druhé fáze.

Hodnota první fáze je pak vypočítána dle vzorce

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+r_1)^{-t}, \quad (2.41)$$

kde FCF jsou volné finanční toky, r_1 je diskontní sazba pro první fázi, t jsou jednotlivé roky a T je délka první fáze,

Hodnota druhé fáze je vypočítána dle PH, která představuje hodnotu druhé fáze podniku k počátku druhé fáze a je diskontována k okamžiku ocenění, vzorec je tedy

$$V_2 = PH \cdot (1+r_1)^{-T} = \frac{FCF_{T+1}}{r_2 - g} \cdot (1+r_1)^{-T}, \quad (2.42)$$

kde r_2 je diskontní sazba pro druhou fázi a g je tempo růstu.

2.2.14 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období minimálně 3 až 5 let. Hlavním údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, který musí projít řadou úprav jako například vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, nebo výnosů a nákladů které nesouvisí s hlavní činností podniku, dále se například průměrují nepravidelné výnosy, vylučují se skryté rezervy aj.

Propočet odhadovaného trvale udržitelného zisku Z je následující:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.43)$$

kde Z_t je upravený zisk v minulých obdobích, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím, T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných zisků je následující:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.44)$$

kde R jsou náklady kapitálu.

2.2.15 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda EVA se používá nejen pro výpočet hodnoty společnosti, ale lze ji využít také jako nástroj finanční analýzy a řízení podniku. Základním pojetím ekonomické přidané hodnoty je vyjádření ekonomického „nadzisku“ firmy, což je rozdíl zisku a nákladů na kapitál, který představuje minimální míru výnosnosti kapitálu.

Výpočet ukazatele je určován objemem dostupných dat a způsobem určení nákladů kapitálu. Existují dva způsoby výpočtu, a to EVA na bázi provozního zisku dle vzorce (2.45) nebo EVA na bázi hodnotového rozpětí dle vzorce (2.47).

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - NOA \cdot WACC, \quad (2.45)$$

kde $EBIT$ představuje provozní zisk před zdaněním, t je sazba daně, NOA je kapitál vázaný v aktivech potřebných k hlavní činnosti a $WACC$ jsou průměrné náklady na kapitál.

Vzorec definovaný na bázi provozního zisku lze zapsat také pomocí čistého operativního zisku (tzv. NOPAT). Do výpočtu jsou zahrnovány pouze aktiva potřebná k hlavnímu provozu podniku.

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC, \quad (2.46)$$

kde $NOPAT$ je čistý operativní zisk po zdanění.

EVA na bázi hodnotového rozpětí vyjadřuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou je možné vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.47)$$

kde ROC je rentabilita celkového kapitálu, $WACC$ jsou průměrné náklady na kapitál a C zastupuje celkový kapitál.

Dále je možné ukazatel EVA vypočítat na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, označovaného jako EVA – Equity.

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.48)$$

kde ROE je výnosnost vlastního kapitálu, R_E jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál.

U obou variant výpočtu je NOA bráno v hodnotě k počátku roku, za který je ukazatel EVA počítán, tzn. hodnota z konce roku předchozího.

Jestliže ekonomická přidaná hodnota nabývá kladných hodnot, znamená to že, podnik tvoří hodnotu pro vlastníky, v opačném případě se jedná o nedostatečné zhodnocení kapitálu, při němž nedochází k nárůstu tržní hodnoty firmy.

Pro účely oceňování jsou rozlišovány dvě základní metody, a to konkrétně metoda EVA - Entity a metoda EVA - Equity. Při používání metody EVA - Entity je používána

hodnota veškerých aktiv podniku jako celku („brutto“) a u metody EVA - Equity se bere v úvahu pouze vlastní kapitál a od ostatního majetku je abstrahováno.

Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou na bázi Equity se provádí pomocí následujícího vzorce (2.49).

$$V = E_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ROE_t - R_E) \cdot E_{t-1}}{(1 + R_E)^t} + \frac{(ROE_{T+1} - R_E) \cdot E_T}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} + A_0, \quad (2.49)$$

kde V je hodnota podniku, E_0 je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění, E_{t-1} je hodnota vlastního kapitálu ke konci předchozího roku a A_0 jsou ostatní neoperační aktiva k datu ocenění.

Výpočet hodnoty podniku dvoufázovou metodou Entity se provádí pomocí následujícího vzorce (2.50). Výhodou je, že výpočet vychází z ekonomických veličin a zohledňuje riziko.

$$V = C_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - C_{t-1} \cdot WACC}{(1 + WACC_1)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - C_T \cdot WACC}{WACC_2 \cdot (1 + WACC_1)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.50)$$

kde $WACC_1$ jsou náklady kapitálu prvního roku, $WACC_2$ jsou náklady kapitálu následujícího roku, D_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění.

2.2.16 Majetkové metody

Princip ocenění na základě analýzy majetku je obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je dána sumou jednotlivě oceněných položek majetku, od kterého se odečte suma individuálně oceněných závazků.

Účetní metoda

Tato metoda spočívá v ocenění dlouhodobého a oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Za hodnotu netto se považuje vlastní kapitál chápaný jako účetní vlastní kapitál. Nejprve se ocení jednotlivé složky aktiv zvlášť, ty se pak sečtou, dostaneme souhrnné ocenění aktiv, od kterého poté odečteme hodnotu závazků a dluhů a získáme hodnotu vlastního kapitálu.

Tato metoda je poměrně jednoduchá, ale zároveň není moc přesná. Existuje řada výhrad proti využití této metody v praxi. Mezi hlavní nevýhody této metody patří fakt, že účetní ocenění je provedeno v nominálních hodnotách, které se mohou výrazně lišit od tržních hodnot a také skutečnost, že účetní rozvaha obvykle nezahrnuje všechna aktiva, kterými podnik disponuje, především nehmotná aktiva jako know - how, kvalifikace personálu, dobrá pověst apod., která nyní tvoří stále větší část podnikových aktiv. (Dluhošová, 2010)

Tato metoda tedy plní při oceňování podniku pouze doplňkovou úlohu a poskytuje výchozí informace pro oceňovatele.

Substanční metoda

Substanční metoda je jednou z prvních metod, které se používaly pro zjištění hodnoty podniku a je využívána dodnes. Reaguje na nedostatky metody účetní hodnoty a to především účtování v historických cenách. Hodnota substance nám říká, kolik peněz by musel podnikatel investovat, kdyby měl podobný podnik znovu zřídit. Výsledkem ocenění substanční metodou je substanční hodnota netto S_n . Výpočet lze schematicky znázornit jako:

Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách

+ Výnos z prodeje nepotřebného majetku

= **Substanční hodnota brutto S_b**

- Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách

= **Substanční hodnota netto S_n**

Metoda likvidační hodnoty

Likvidační hodnota představuje nejnížší možnou hranici ocenění, za kterou je možné firmu rozprodat. Je zjišťována za předpokladu, že podnik bude buďto rozdělen, rozprodán, nebo zlikvidován. Likvidace podniku může probíhat s různou intenzitou a rychlostí, kdy rychlost je dána časovým obdobím potřebným pro likvidaci a intenzitou je myšlena míra rozdělení podnikového majetku na části.

Princip výpočtu likvidační hodnoty je jednoduchý, z praktického hlediska je však poměrně obtížný. Likvidační hodnota podniku plyne z veličin uvedených v Tab.2.2.

Tab. 2.2: Princip výpočtu likvidační hodnoty

+	Příjmy z prodeje majetku
	Pokud se očekává, že odprodej potrvá určitou dobu, nebo se předpokládá postupný rozprodej majetku, je třeba počítat současnou hodnotu příjmů z prodeje majetku.
-	Výdaje: a) na vyrovnání, b) na úhradu nákladů na likvidaci, c) na úhradu případných daní z příjmů z odprodeje majetku a daní z převodu nemovitosti.
±	Pokud podnik pokračuje nějakou dobu v činnosti, je třeba kalkulovat ještě běžné podnikové příjmy a výdaje, případně i přechodně nezbytné výdaje investiční.

Zdroj: (Mařík, 2011)

2.2.17 Tržní (komparativní) metody

Tato skupina metod je v České republice používána méně, a to z toho důvodu, že se v rámci oceňování pomocí komparativních metod předpokládá rozvinutý kapitálový trh, kterým Česká republika nedisponuje. Můžeme rozlišovat dvě situace při ocenění:

1. ocenění na základě dat z trhu,
2. ocenění metodou tržního porovnání, mezi které patří metoda srovnatelných podniků, metoda srovnatelných transakcí a metoda odvětvových multiplikátorů.

Podstatou ocenění pomocí komparativních metod je stanovení multiplikátorů, pomocí kterých jsou vyjádřeny rozdíly mezi vybraným oceňovaným a srovnatelným podnikem.

Obecný vzorec pro stanovení hodnoty společnosti je

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelný podnik}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaný podnik}} \quad (2.51)$$

kde multiplikátor zohledňuje rozdíly mezi absolutními hodnotami vybraných ukazatelů oceňovaného a srovnatelného podniku.

Nejčastěji používanými multiplikátory jsou ukazatel P/E a ukazatel MV/BV, které lze určit dle vzorců

$$P / E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}, \quad (2.52)$$

$$MB / BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.53)$$

2.2.18 Analýza citlivosti

Každé oceňování podniku je prováděno za rizika, že se výsledná vypočtená hodnota, nebude rovnat hodnotě skutečné.

Analýza citlivosti pro účely oceňování slouží k určení změny hodnoty oceňované společnosti v případě změny jednoho nebo více vstupních parametrů. Mezi základní parametry, u kterých se provádí analýza citlivosti v případě ocenění pomocí metody DCF, patří volné peněžní toky a náklad kapitálu. U metody EVA jsou klíčovými parametry především NOPAT a WACC.

Klíčový ukazatel je možné vyjádřit jako funkci dílčích ukazatelů, a to následovně

$$U = f(F_1, F_2, F_3, \dots, F_n). \quad (2.54)$$

Citlivost ukazatele na jeden parametr je možné vyjádřit jako hodnotu při změně faktoru, dle vzorce (2.55), nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny parametru dle vzorce (2.56)

$$U_{1+\alpha}^{F_i} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n], \quad (2.55)$$

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, F_3, \dots, F_n] - U. \quad (2.56)$$

Relativní odchylku, která může nabývat jak kladných, tak záporných hodnot vyjadřuje α .

Obdobně lze posuzovat citlivost ukazatele na více vstupních parametrů najednou

$$U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, \dots, F_n], \quad (2.57)$$

$$\Delta U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, (1+\beta) \cdot F_2, (1+\gamma) \cdot F_3, \dots, F_n] - U. \quad (2.58)$$

3 Strategická a finanční analýza podniku

V kapitole je popsána oceňovaná společnost, je provedena strategická a finanční analýza a na jejich základě vytvořena SWOT analýza. Aplikační část této práce vychází ze základních účetních výkazů společnosti za roky 2008 až 2013 uvedené v Příloze 1 a výročních zpráv společnosti.

3.1 Profil společnosti

Obchodní firma:	Třinecké železářny, a.s.
Sídlo:	Průmyslová 1000, Staré Město, 739 61 Třinec
Datum zápisu:	21. 3. 1991 v Ostravě
Právní forma:	akciová společnost
Základní kapitál:	8 109 863 tis. Kč
Počet zaměstnanců:	6 099 zaměstnanců v roce 2013

Třinecké železářny, a. s. (dále jen TŽ) byly založeny Fondem národního majetku České republiky na základě zakladatelské listiny jako akciová společnost se sídlem v Třinci a vznikly zapsáním do obchodního rejstříku Krajského soudu v Ostravě dne 21. 3. 1991.

TŽ vyrábí ročně v uzavřeném hutním cyklu zhruba 2,5 milionu tun oceli, tedy téměř polovinu současné celkové produkce oceli v České republice. Hlavní výrobní portfolio tvoří především dlouhé válcované výrobky – válcovaný drát, tvarová ocel, speciální tyčová ocel, tažená ocel, kolejnice, široká ocel, bezešvé trubky a hutní polotovary. Dalšími výrobky jsou koks a doprovodné produkty vznikající při jeho výrobě, dále umělé hutné kamenivo a granulovaná struska. V následující Tab. 3.1 je pro přehlednost uvedena výroba TŽ v kilotunách.

Tab. 3.1 Vybrané indikátory společnosti TŽ (v kt)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výroba surového železa	1 982	2 810	2 043	2 029	2 005	2 068
Výroba surové oceli	2 448	2 213	2 498	2 480	2 493	2 553
Prodej válcovaného zboží včetně oceli	2 301	2 088	2 338	2 302	2 332	2 405

Zdroj: trz.cz

Součástí společností skupiny TŽ – MORAVIA STEEL jsou například Energetika Třinec, a.s., Strojírny Třinec, a. s., Slévárny Třinec, a. s., Refrasil, s. r. o., Řetězárna, a. s., Sochorová válcovna TŽ, a. s., VÚHŽ a.s., Materiálový a metalurgický výzkum s.r.o., Šroubárna Kyjov, spol. s r.o., Hanácké železářny a pérovny, a.s., Kovárna Viva a.s.,

Metalurgia S.A., Střední odborná škola Třineckých železáren, D&D Drótáru Zrt. a nejnověji ŽDB Drátovna a. s. a DALSELV DESIGN a.s.

Orgány společnosti jsou valná hromada, představenstvo, dozorčí rada a výbor pro audit. Členové dozorčí rady a představenstva k 31. 12. 2013 jsou

Dozorčí rada

předseda	Ing. Tomáš Chrenek, Ph.D., CSc.
první místopředseda	Ing. Ján Moder
druhý místopředseda	Ing. Evžen Balko
člen	František Ligocki
člen	Dr. Hanns Kurt Zöllner
člen	Ing. Jiří Cieńciała, CSc.
člen	Vladislav Heczko
člen	Ing. Jozef Blaško, PhD.
člen	Pablo Alarcón Espinosa

Představenstvo

předseda	Ing. Jan Czudek
první místopředseda	Ing. Česlav Marek
druhý místopředseda	Ing. Petr Popelář, MBA
člen	Ing. Ivo Žižka
člen	Ing. Henryk Huczala

3.1.1 Historie společnosti

TŽ, zvané také Werk, patří k průmyslovým podnikům s nejdelší tradicí hutní výroby v České republice, který byl založen v roce 1839 Těšínskou komorou.

Významným datem pro společnost je 1. duben 1839, kdy proběhl první odpich slévárenského železa v tehdejší dřevouhelné vysoké peci. O tři roky později byla dostavěna slévárna, a v roce 1845 pak přibyla smaltovna.

Původním výrobním sortimentem železáren byla kamna, plotny na kuchyňské pece, lité nádobí, kanalizační litina, sloupy, schodiště, ploty, balkónové mříže, okenní rámy, náhrobní kříže, odlitky pro strojírenství a umělecké předměty.

Hlavní výhodou TŽ byla a stále je strategická poloha, která umožnila napojení na Košicko-bohumínskou železniční dráhu, a znamenala také dobrou dostupnost potřebných vstupů, jako bylo dřevo, voda, železná ruda, vápenec, ale i pracovní síly.

V roce 1929 byl podíl Třineckých železáren na československé výrobě surové oceli 23 % a válcovaného materiálu dokonce 31 %.

Po II. světové válce, která chod společnosti neomezila, byl podnik znárodněn. Jejich rozvoj pak pokračoval i v období socialistického Československa, kdy se podpoře těžkého průmyslu přikládal značný význam.

Historického vrcholu v produkci oceli a válcovaného materiálu dosáhla společnost v 80. letech 20. století, kde byl kladen důraz nejen na rostoucí produkci, ale také na zavádění moderních hutních technologií.

Po roce 1989 docházelo k postupné privatizaci TŽ, které byly v roce 1991 převedeny na státní akciovou společnost. V letech 1994 až 1996 byla kapitálová účast státu v železárnách postupně snižována, a v roce 1996 již byla společnost zcela odstátněna a majoritním vlastníkem se stala akciová společnost Moravia Steel.

3.2 Finanční analýza oceňovaného podniku

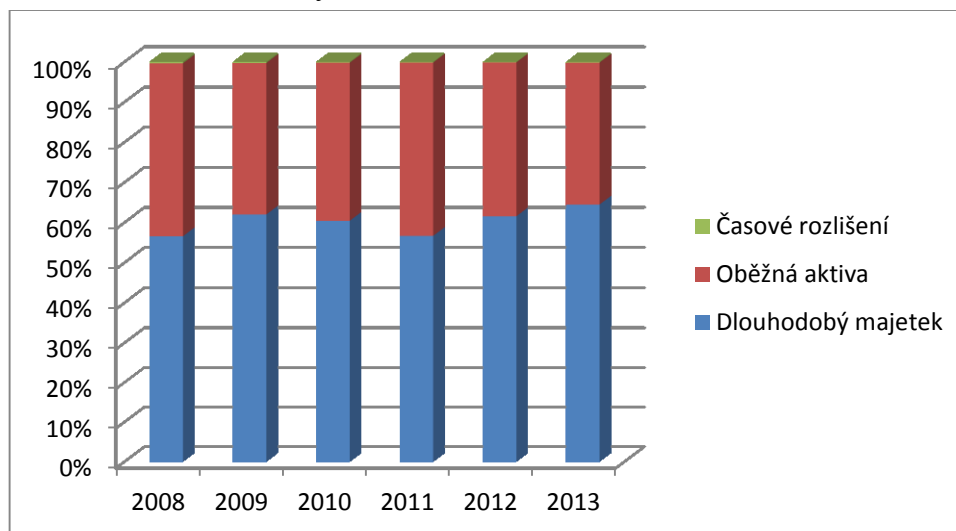
V této kapitole je uvedena horizontální a vertikální analýza společnosti, dále jsou vypočteny základní ukazatele rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti společnosti. Finanční analýza je provedena na základě rozvahy a výkazu zisku a ztráty společnosti, viz Příloha 1. Výpočty jsou provedeny za období šesti let, přičemž posledním rokem je rok 2013.

3.2.1 Vertikální analýza

Pomocí vertikální analýzy je zkoumána vnitřní struktura absolutních ukazatelů. Výpočet je proveden dle vzorce (2.3), kdy položky základních účetních výkazů v jednotlivých obdobích jsou vztaženy k celkové bilanční sumě.

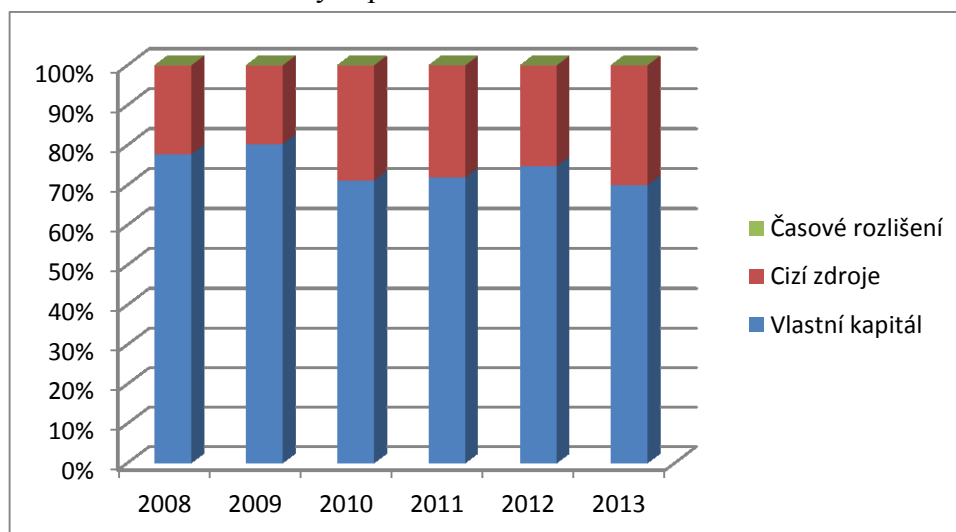
Z Grafu 3.1 je zřejmé, že aktiva společnosti jsou poměrně vyváženě rozložena na oběžná aktiva a dlouhodobý majetek. Dlouhodobý majetek je tvořen především dlouhodobě hmotným majetkem, konkrétně položkami samostatné movité věci a soubory movitých věcí a stavby, a finančním majetkem, konkrétně pak podíly v ovládaných a řízených osobách.

Graf 3.1 Vertikální analýza aktiv



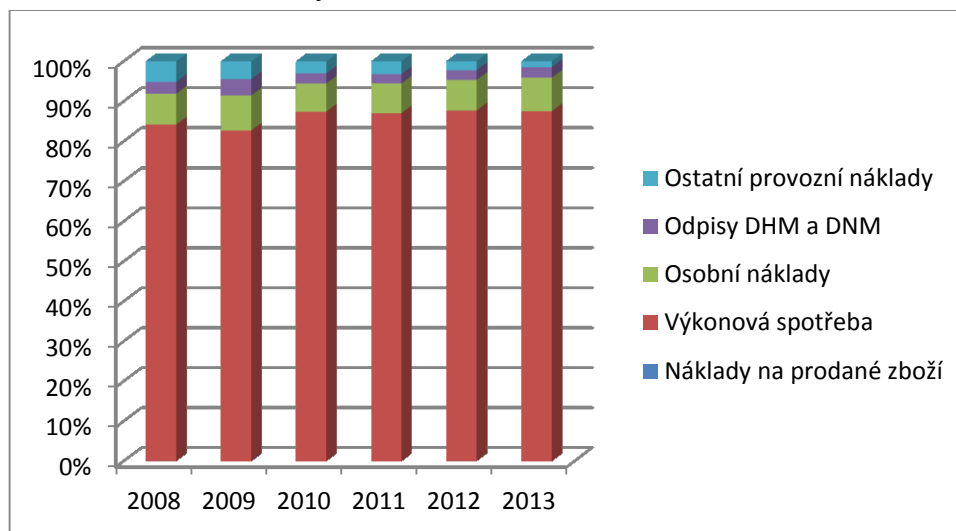
Ze struktury pasiv, viz Graf 3.2, je zřejmá převaha vlastního kapitálu, kdy mezi roky 2009 a 2010 došlo k nárůstu položky dlouhodobé bankovní úvěry, a to v absolutní výši z hodnoty 582 mil. Kč na 2 700 mil. Kč. Cizí zdroje se tedy zvýšily z podílu 20 % na celkových pasivech na 29 %. Důvodem byl vliv hospodářské krize, kdy podnik sice snížil investice, nicméně i tak díky zhoršeným hospodářským výsledkům bylo nezbytné k financování použít cizí zdroje.

Graf 3.2 Vertikální analýza pasiv



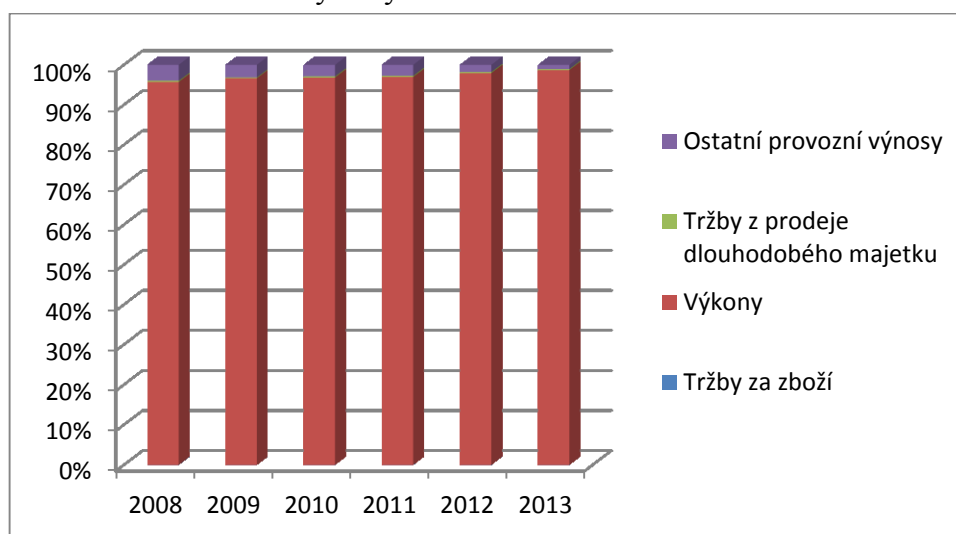
V Grafu 3.3 je znázorněna struktura nákladů společnosti, kde je zřejmé, že největší nákladovou položkou společnosti je výkonová spotřeba, ve všech analyzovaných letech je přibližně 70 % všech nákladů tvořena náklady na materiál.

Graf 3.3 Vertikální analýza nákladů



Ze struktury výnosu, viz Graf 3.4, je zřejmé, že většinu tvoří položka výkony, konkrétně položka tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, která dosahuje hodnoty až 97 % ve všech analyzovaných letech.

Graf 3.4 Vertikální analýza výnosů



3.2.2 Horizontální analýza

Podstatou horizontální analýzy je kvantifikování meziročních změn ukazatelů. Při jejím sestavování je nutné brát v úvahu výstupy vertikální analýzy, neboť relativní změny některých položek v čase nemusí být ve skutečnosti tak významné s ohledem k podílu zkoumané položky na celkové bilanční sumě, jak se z horizontální analýzy jeví.

V následující části je uvedena horizontální analýza základních položek účetních výkazů, která byla sestavena na jejich základě. Kompletní horizontální analýza je uvedena v Příloze 3 a Příloze 4.

Struktura aktiv

Ze struktury aktiv je zřejmé, že v období od roku 2009 do 2013 hodnota celkových aktiv ve všech letech rostla. Jediný pokles v analyzovaném období nastal mezi roky 2008 až 2009 a je důsledkem hospodářské krize, viz Tab. 3.2.

Tab. 3.2 Horizontální analýza aktiv

Relativní změna	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Aktiva celkem	-6,82%	10,51%	5,72%	0,20%	12,65%
Dlouhodobý majetek	2,10%	7,71%	-0,86%	8,86%	17,95%
Dlouhodobý finanční majetek	15,13%	-5,46%	-1,99%	28,99%	35,35%
Oběžná aktiva	-18,36%	15,35%	15,90%	-11,08%	3,94%
Zásoby	-25,72%	37,20%	19,86%	-9,47%	5,85%
Časové rozlišení	-28,68%	-24,41%	-12,72%	-23,07%	76,29%
Absolutní změna (v tis. Kč)	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Aktiva celkem	-1 686 780	2 420 946	1 455 944	53 481	3 410 894
Dlouhodobý majetek	293 807	1 101 488	-132 523	1 350 780	2 979 851
Dlouhodobý finanční majetek	-7 699	-4 893	43 648	35 824	-46 491
Oběžná aktiva	-1 955 514	1 334 679	1 594 464	-1 287 809	406 904
Zásoby	-1 545 179	1 659 973	1 215 883	-695 115	388 566
Časové rozlišení	-25 073	-15 221	-5 997	-9 490	24 139

Na zvýšení aktiv mezi roky 2009 a 2010 měl vliv především nárůst oběžných aktiv, včetně časového rozlišení. V souvislosti s fúzí se společností VÁLCOVNA TRUB TŽ poklesla hodnota dlouhodobého finančního majetku.

Zvýšení aktiv v období od 2010 do 2011 o 1 456 mil. Kč bylo způsobeno nárůstem oběžných aktiv včetně časového rozlišení o 1 588 mil. Kč. V tomto období také došlo k poklesu dlouhodobého finančního majetku o 103 mil. Kč zejména v souvislosti s fúzí se společností FERROMORAVIA, s.r.o. Na zvýšení stavu zásob od počátku roku měly vliv vyšší ceny surovin, vyšší objem zásob polotovarů a hotových výrobků a již zmiňovaná fúze.

V roce 2012 došlo k nárůstu dlouhodobého finančního majetku o 1 469 mil. Kč zejména pořízením nových akvizic ŽDB DRÁTOVNA a.s., DALSELV DESIGN a.s. a navýšením základního kapitálu ve společnosti D&D Drótáru Zrt. Také došlo ke snížení stavu zásob od počátku roku, které bylo způsobeno především snížením cen surovin.

K největšímu nárůstu aktiv došlo mezi lety 2012 a 2013, které bylo způsobeno zvýšením dlouhodobého finančního majetku, a to zejména díky růstu podílu ve společnosti

Sochorová válcovna TŽ a koupí podílu ve společnosti Hanácké železářny a pérovny, a.s. Také došlo ke zvýšení stavu zásob zejména nárůstem objemu materiálových zásob, především rud, a zvýšením objemu hotových výrobků na skladě.

Struktura pasiv

Ze struktury pasiv je zřejmý nárůst mezi roky 2009 a 2010 byl způsoben nárůstem bankovních úvěrů a závazků. V roce 2011 došlo k nárůstu cizích zdrojů o 209 mil. Kč, způsobeného zvýšením rezerv, dlouhodobých závazků (odložený daňový závazek) a krátkodobých závazků. Bankovní úvěry v tomto roce poklesly.

V roce 2012 došlo meziročně ke zvýšení podílu vlastních zdrojů a cizí zdroje poklesly o 745 mil. Kč, přičemž se snížily krátkodobé závazky a rezervy, naopak vzrostly dlouhodobé závazky (odložený daňový závazek) a bankovní úvěry.

Mezi roky 2012 a 2013 došlo ke zvýšení vlastního kapitálu o 1 109 mil. Kč, zejména v důsledku dosaženého zisku po zdanění. Cizí zdroje včetně časového rozlišení meziročně vzrostly o 2 305 mil. Kč a to především díky navýšení bankovních úvěrů, které byly přijaty v souvislosti s profinancováním nákupu podílu ve společnosti Sochorová válcovna TŽ. Vzrostly taktéž rezervy, dlouhodobé závazky, především odložený daňový závazek a také krátkodobé závazky, zejména z obchodních vztahů.

Tab. 3.3 Horizontální analýza pasiv

Relativní změna	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Pasiva celkem	-6,82%	10,51%	5,72%	0,20%	12,65%
Vlastní kapitál	-3,81%	-2,01%	6,91%	4,10%	5,50%
Cizí zdroje	-17,36%	61,44%	2,85%	-9,87%	33,89%
Krátkodobé závazky	-1,12%	26,13%	6,44%	-20,54%	16,78%
Dlouhodobé závazky	-43,48%	-82,60%	454,22%	68,91%	61,69%
Bankovní úvěry a výpomoci	-42,88%	365,53%	-15,06%	6,63%	55,37%
Časové rozlišení	-1,08%	-3,00%	-49,84%	135,47%	-34,58%
Absolutní změna (v tis. Kč)	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Pasiva celkem	-1 686 780	2 420 946	1 455 944	53 481	3 410 894
Vlastní kapitál	-731 536	-372 032	1 250 618	793 458	1 108 597
Cizí zdroje	-955 158	2 793 215	209 142	-745 179	2 305 424
Krátkodobé závazky	-249 337	-9 355	97 770	-126 560	17 980
Dlouhodobé závazky	-44 971	107	60	69	20
Bankovní úvěry a výpomoci	-204 366	-9 462	97 710	-126 629	17 960
Časové rozlišení	-25 073	-15 221	-5 997	-9 490	24 139

Struktura výkazu zisků a ztráty

Ze struktury výkazu zisku a ztrát je patrné, že během analyzovaného období docházelo k výkyvům v jednotlivých výsledcích hospodaření. V následujícím textu je uveden popis vývoje vybraných položek výkazu zisku a ztráty za jednotlivá období.

V roce 2008 se díky úspěšnému vývoji v prvních třech čtvrtletích podařilo dosáhnout příznivého výsledku hospodaření před zdaněním ve výši 1 517 mil. Kč (ve srovnání s rokem 2007 nižší o 3 007 mil. Kč, resp. nižší o 1 897 mil. Kč ve srovnání s rokem 2006).

V roce 2009 bylo hospodaření společnosti významně ovlivněno celosvětovou hospodářskou krizí a s tím spojeným dramatickým poklesem poptávky po válcovaných výrobcích včetně poklesu jejich cen. Na základě poklesu poptávky došlo zejména v I. pololetí roku 2009 k regulaci výroby.

Záporný výsledek hospodaření v roce 2010, který před zdaněním dosáhl výše -909 mil. Kč, byl významně ovlivněn prudkým růstem cen vstupních surovin, dále pak strukturou jejich nákupu z titulu probíhající modernizace a rekonstrukce koksárenské baterie č. 12. Tato ztráta je ve srovnání s rokem 2009 o 45 mil. Kč nižší. Také došlo k nárůstu výkonů vlivem vyšších tržeb za prodej válcovaného zboží a oceli. Důvodem byl vyšší realizovaný objem a také nárůst průměrné realizační ceny. Hospodářský výsledek z finančních operací byl kladně ovlivněn především přijatými dividendami z dceřiných společností a dosáhl výše 609 mil. Kč.

Tab. 3.4 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Relativní změna	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Provozní výsledek hospodaření	-195,56%	15,13%	-207,57%	-32,78%	46,14%
Finanční výsledek hospodaření	158,76%	68,12%	-90,83%	-265,25%	132,49%
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-160,74%	-13,95%	-318,80%	-42,39%	36,37%
Mimořádný výsledek hospodaření	-100,00%	0,00%	-100,00%	0,00%	0,00%
Absolutní změna (v tis. Kč)	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
Provozní výsledek hospodaření	-2 693 173	-199 176	3 145 133	-534 277	505 571
Tržby za prodej zboží	-6 771	1 721	-955	6 239	-8 049
Výkony	-13 936 348	8 603 813	6 918 839	-2 291 075	-428 707
Tržby z prodeje DM a materiálu	-73 069	49 631	19 094	-15 848	-5 177
Náklady vynaložené na prodané zboží	-6 592	1 681	-895	6 103	-7 885
Výkonová spotřeba	-7 404 025	9 836 422	2 401 135	-1 390 436	-1 324 742
Finanční výsledek hospodaření	222 325	246 859	-553 344	-148 224	-122 349
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-1 935 956	102 016	2 006 931	-583 952	288 598
Mimořádný výsledek hospodaření	0	-2 597	2 597	0	0

Jak je možné vidět z Tab. 3.4, v roce 2011 došlo k výraznému zlepšení výsledků hospodaření, a to jak z provozní, tak z běžné činnosti. Důvodem byly následující skutečnosti. Náběh modernizované a rekonstruované koksárenské baterie č. 12 a s ní spojená příznivější struktura nakupovaných a spotřebovávaných surovin oproti roku 2010. Progresivnější růst realizačních cen oproti cenám vstupních surovin. Fúze s dceřinou společností FERROMORAVIA, s.r.o. Tyto výše uvedené události příznivě ovlivnily výsledek hospodaření před zdaněním, který dosáhl výše 1 686 mil. Kč (ve srovnání s rokem 2010 je vyšší o 2 594 mil. Kč).

Za rok 2012 dosáhl výsledek hospodaření před zdaněním výše 1 003 mil. Kč, což představuje meziroční snížení o 683 mil. Kč. Výše hrubého zisku ve srovnání s předcházejícím rokem byla ovlivněna, i přes vyšší prodané množství válcovaných výrobků a oceli, především větším poklesem průměrné realizační ceny oproti cenám vstupních surovin. K meziročnímu poklesu výkonů došlo zejména vlivem nižších tržeb za prodej válcovaného zboží a oceli (-1 788 mil. Kč).

Výkonová spotřeba byla nižší proti roku 2011 o 1 390 mil. Kč. Nejvýznamnější vliv na tomto meziročním snížení měla spotřeba surovin v souvislosti s poklesem cen rozhodujících vstupních komodit. K meziročnímu nárůstu zpracovacích nákladů došlo v oblasti spotřeby energie a dále ve spotřebě služeb a oprav. Oproti roku 2011 vzrostly ceny silové elektřiny, kyslíku a zemního plynu a také výše příspěvku na obnovitelné zdroje elektrické energie. Na snížení přidané hodnoty měl vliv především rychlejší pokles realizačních cen před cenami vstupních surovin a nárůst ve zpracovacích nákladech. Přidaná hodnota dosáhla v roce 2012 úrovně 4 791 mil. Kč

Za rok 2013 dosáhl výsledek hospodaření před zdaněním výše 1 387 mil. Kč, což představuje meziroční zvýšení o 383 mil. Kč. V průběhu roku 2013 došlo v důsledku rozštěpení sloučením k přechodu části jmění zanikající společnosti Strojírny Třinec, a.s., tj. části jejího podniku s označením „Drobné kolejiwo“, na TŽ jakožto nástupnickou společnost. Výše zisku, ve srovnání s předcházejícím rokem, byla pozitivně ovlivněna především vyšším množstvím prodaných válcovaných výrobků a oceli a příznivým cenovým vývojem na trhu vstupních komodit. Provozní výsledek hospodaření meziročně vrostl o 506 mil. Kč. Finanční výsledek hospodaření poklesl oproti roku 2012 o 122 mil. Kč. Jeho meziroční snížení bylo ovlivněno zejména navýšením opravné položky k dlouhodobým finančním investicím.

3.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této kapitole jsou vypočteny hlavní ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti firmy za roky 2008 až 2013 na základě účetních výkazů společnosti uvedených v Příloze 1.

Ukazatele rentability

V oblasti rentability jsou vypočteny ukazatele rentabilita aktiv, dle vzorce (2.4), rentabilita vlastního kapitálu, dle (2.6) a rentabilita tržeb, dle (2.7). Vypočtené hodnoty jsou uvedeny v následující Tab. 3.5.

Tab. 3.5 Ukazatele rentability společnosti

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv	6,42%	-3,98%	-3,39%	6,52%	3,90%	5,44%
Rentabilita vlastního kapitálu	6,27%	-3,96%	-3,49%	7,11%	3,94%	5,09%
Rentabilita tržeb	3,10%	-2,90%	-1,88%	3,43%	2,09%	2,91%

V roce 2009 a 2010 byly výsledky rentability všech tří sledovaných ukazatelů společnosti v záporných číslech, je to způsobeno především ztrátou, kterou společnost v tomto období vykazovala. Důvodem byla hospodářská krize, kdy ocelářství bylo jedním z nejvíce postižených oborů. Došlo k celosvětovému poklesu objemu výroby oceli a s tím souvisejícímu propadu cen finálních výrobků oproti minimálně sníženým cenám vstupních surovin. V roce 2010 došlo jen k mírnému oživení poptávky. Až v roce 2011 se ukazatele rentability společnosti pohybovaly v kladných hodnotách, které převyšovaly hodnoty rentability v roce 2008. Důvodem oživení v roce 2011 bylo zvýšení výsledku hospodaření, který byl pozitivně ovlivněn zprovozněním modernizované a rekonstruované koksárenské baterie č. 12 a s ní spojenou příznivější strukturou nakupovaných a spotřebovávaných surovin oproti roku 2010 a progresivnějším růstem realizačních cen oproti cenám vstupních surovin a fúzi s dceřinou společností FERROMORAVIA, s.r.o. Pokles hodnot ukazatelů oproti roku 2011 v roce 2012 byl způsoben především větším snížením průměrné realizační ceny oproti cenám vstupních surovin, které měly negativní vliv na zisk společnosti. V roce 2013 byly opět hodnoty rentability společnosti vyšší, především díky vyššímu množství prodaných válcovaných výrobků a oceli a příznivým cenovým vývojem na trhu vstupních komodit.

Ukazatele zadluženosti

Analýza zadluženosti slouží k porovnání zdrojů financování společnosti pomocí ukazatele podílu vlastního kapitálu na aktivech dle (2.16), majetkového koeficientu

vypočteného dle (2.18) a ukazatele celkové zadluženosti dle (2.19), výsledné hodnoty za analyzované období jsou uvedeny v Tab. 3.6.

Tab. 3.6 Ukazatele zadluženosti společnosti

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl vlastního kapitálu na aktivech	77,72%	80,23%	71,14%	71,94%	74,74%	70,00%
Majetkový koeficient	128,67%	124,64%	140,57%	139,01%	133,80%	142,86%
Ukazatel celkové zadluženosti	22,25%	19,73%	28,83%	28,05%	25,23%	29,98%

Hodnoty ukazatele vlastního kapitálu na aktivech se pohybují v rozmezí od 70 do 80 %. Obecně je vhodné, aby hodnota tohoto ukazatele rostla, neboť vysvětluje, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. K největšímu poklesu ukazatele došlo mezi roky 2009 a 2010 díky nárůstu oběžných aktiv, konkrétně díky položce zásoby. Tento vývoj je pochopitelný, neboť během ekonomické krize došlo k poklesu prodeje, který se projevil v nárůstu nedokončené výroby a polotovarů.

Hodnota majetkového koeficientu společnosti měla stabilní tendenci a potvrzuje rozdělení vlastních a cizích zdrojů uvedené ve vertikální analýze, kdy u TŽ je zřejmé, že ve všech analyzovaných letech vlastní zdroje převyšují cizí kapitál. Je nutné poznamenat, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší, než náklady na kapitál cizí, a vysoký poměr vlastního kapitálu může vést k neefektivnosti a může negativně ovlivňovat rentabilitu.

U ukazatele celkové zadluženosti je žádoucí klesající trend. Analyzovaná společnost měla vývoj přesně opačný, nicméně k celkové výši ukazatele, kdy se v letech 2008 až 2009 pohybuje kolem 20 %, není tento rostoucí vývoj zadluženosti pro společnost nebezpečný. Naopak může přispívat k zefektivnění a zvýšení rentability.

Ukazatele aktivity

V rámci analýzy aktivity jsou vypočteny ukazatele obrátka celkových aktiv dle (2.11), doba obratu aktiv dle (2.12), doba obratu zásob (2.13), pohledávek (2.14) a závazků dle (2.15). Analýza byla provedena za období od roku 2008 do 2013 a výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.7.

Tab. 3.7 Ukazatele aktivity společnosti (ve dnech)

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Obrátka celkových aktiv	2	1	1	1	1	1
Doba obratu aktiv	229	329	273	241	256	294
Doba obratu zásob	56	64	66	66	63	68
Doba obratu pohledávek	23	37	36	34	29	32
Doba obratu závazků	38	54	48	45	40	50

Doba obratu aktiv dosahuje ve všech sledovaných letech vysoké hodnoty, které značí velkou vázanost aktiv v podnikání. Je žádoucí klesající trend. Nejvyšší hodnota ukazatele je v roce 2009, kdy dosahovala 329 dnů. Do roku 2012 dochází k poklesu ukazatele, opět je to spojeno s nastartováním ekonomiky po hospodářské krizi. V roce 2012 došlo k nárůstu ukazatele.

U ukazatele doby obratu zásob je opět žádoucí klesající trend, hodnoty ukazatele u analyzované společnosti ale rostou. Nejvyšší hodnota doby obratu zásob je v roce 2013. Tento trend je způsoben tlakem klientů, kteří vyžadují dodávku just in time. Nakupují tedy v menším množství, ale častěji, aby nemuseli mít na skladě vysoké zásoby, což je hlavním důvodem zvyšování doby obratu zásob u TŽ.

Důležitou oblastí analýzy aktivity je doba obratu pohledávek a závazků. Dle pravidla solventnosti by měla být doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek, což je ve všech analyzovaných letech splněno. Značí to o správně nastavené politice řízení závazků a pohledávek.

Ukazatel doby obratu pohledávek dosahuje nejvyšší hodnoty opět v roce 2009, je to hodnota, která je pochopitelná, vzhledem k ekonomické krizi, kdy byla ekonomika strnulá a mnoho firem se dostávalo do finančních problémů a nebyly tedy schopny splácet své pohledávky v dané výši a ve stanovené době. Naopak nejlepší hodnota ukazatele je v roce 2008, která značí schopnost odběratelů platit své závazky včas.

U ukazatele doby obratu zásob je žádoucí stabilní trend. U analyzované společnosti však dochází k růstu. Je tedy důležité tento ukazatel sledovat, neboť může vést ke snížení likvidity společnosti. A vývoj tohoto ukazatele není vhodný ani z hlediska obchodních vztahů společnosti s dodavateli.

Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatelů likvidity se měří schopnost firmy dostávat svým závazkům v dané výši a v daném čase. V práci je likvidita měřena pomocí ukazatele celkové likvidity, který se vypočítá dle vzorce (2.10), pohotové likvidity dle (2.9) a okamžité likvidity dle (2.8). Výsledné hodnoty jsou pro přehlednost uvedeny v Tab. 3.8.

Tab. 3.8 Ukazatele likvidity společnosti

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	3,00	2,47	2,26	2,46	2,76	2,45
Pohotová likvidita	1,31	1,20	0,88	0,91	0,99	0,85
Okamžitá likvidita	0,61	0,47	0,13	0,11	0,16	0,08

Ukazatel celkové likvidity poměřuje objem oběžných aktiv s objemem krátkodobých závazků. Je vhodné, aby hodnota ukazatele byla stabilní v rozmezí od 1,5 do 2,5. U analyzované společnosti se hodnoty pohybují u horní hranice ukazatele a v roce 2008 a 2012 tuto hranici překračuje.

U pohotové likvidity již hodnoty nejsou tak stabilní. Pohotová likvidita dosahovala doporučených hodnot pouze v roce 2008 a 2009. Nejnižší hodnota byla dosažena v roce 2013 a to 0,85. V dalších letech se hodnota již pomalu zvyšuje, avšak ani v roce 2012 nedosahuje doporučené hodnoty.

Snížení pohotové a okamžité likvidity v roce 2009 bylo způsobeno především snížením krátkodobého finančního majetku. Zhoršení ukazatelů v roce 2010 bylo způsobeno růstem krátkodobých závazků z obchodních vztahů a čerpání krátkodobých bankovních úvěrů, které jsou spojeny především z fúzí s VÁLCOVNOU TRUB TŽ.

3.2.4 Zhodnocení finanční situace podniku

Pro shrnutí finanční situace podniku je použit Index IN05. Výpočet predikčního modelu pro společnost TŽ je uveden v Tab. 3.9.

Tab. 3.9 Index IN05

Ukazatel		Váha	2008	2009	2010	2011	2012	2013
X1	A/CZ	0,13	0,584	0,659	0,451	0,464	0,515	0,434
X2	EBIT/úroky	0,04	0,921	-1,030	-0,761	1,003	0,860	0,249
X3	EBIT/A	3,97	0,255	-0,158	-0,135	0,259	0,155	0,216
X4	Výnosy/A	0,21	0,330	0,230	0,277	0,313	0,295	0,257
X5	OA/KZ KBÚ	0,09	0,241	0,209	0,154	0,178	0,197	0,164
IN05			2,330	-0,090	-0,014	2,217	2,023	1,320

Z vývoje je možné konstatovat, že během analyzovaného období se společnost nacházela v nejhorší finanční situaci od roku 2009 do 2010, což potvrzuje výsledky analýzy pomocí poměrových ukazatelů, kdy nejkritičtějším obdobím pro společnost bylo období finanční krize. Nicméně, již v roce 2011 se společnost dostala do hodnot pro oblast podniků, které se nacházejí v uspokojivé finanční situaci. K poklesu došlo opět v roce 2013, kdy meziročně poklesla i hodnota hrubého domácího produktu. Je tedy zřejmé, že TŽ patří mezi podniky, které spadají do cyklického odvětví závislého na ekonomickém vývoji země.

Na základě ukazatelů zadluženosti lze usuzovat velice dobrý stav společnosti, kdy zadluženost během analyzovaného období nepřesahuje 30 % k poměru k vlastním zdrojům.

Tento jev na straně jedné svědčí o velmi dobré finanční situaci, na druhou stranu může snižovat rentabilitu.

V oblasti aktivity je zřejmé, že se zvyšuje doba vázanosti zásob v podniku, což může zvyšovat náklady, nicméně tím společnost vychází vstříc svým zákazníkům, kteří nakupují výrobky častěji, ale v menším množství. Pravidlo solventnosti je u společnosti splněno.

Celkově lze na základě finanční analýzy poznamenat, že TŽ jsou finančně stabilní a silnou společností, která je schopná přežít i v nepříznivém ekonomickém prostředí.

3.3 Strategická analýza

Strategická analýza slouží k určení výnosového potenciálu podniku a spolu s finanční analýzou je důležitým mezikrokem ke stanovení vývoje tržeb společnosti a tak i finančního plánu oceňované společnosti. V kapitole je provedena analýza makroprostředí a mikroprostředí.

3.3.1 Analýza makroprostředí

Analýza makroprostředí je důležitým krokem při oceňování, neboť makroekonomický vývoj ovlivňuje fungování podniku. Analyzuje se vývoj makroekonomických ukazatelů jak z historického hlediska, tak z hlediska prognózy vývoje. Největší pozornost je zaměřována na ukazatele, které pravděpodobně nejvíce determinují relevantní trh oceňovaného podniku.

Analýza makroprostředí společnosti TŽ se tedy zaměřuje na klasifikaci českého průmyslu a světového ocelářství, bariéry vstupu do odvětví, vývoj a predikci hrubého domácího produktu ČR. Vzhledem ke struktuře odběratelů, se také zaměřuje na vývoj hrubého domácího produktu EU, dále na vývoj a predikci inflace, nezaměstnanosti a v neposlední řadě na analýzu měnového kurzu české koruny.

3.3.2 Průmysl

Dle klasifikace ekonomických činností (CZ – NACE), která byla zavedena sdělením ČSÚ č. 244/2007 Sb., s účinností od 1. ledna 2008 a nahrazuje klasifikaci OKEČ (Odvětvová klasifikace ekonomických činností), se TŽ řadí do kategorie 24 - Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů a slévárenství, která se dále klasifikuje následovně

- 24.1 Výroba surového železa, oceli a feroslitin,
- 24.2 Výroba ocelových trub, trubek, dutých profilů a souvisejících potrubních tvarovek,
- 24.3 Výroba ostatních výrobků získaných jednostupňovým zpracováním oceli,

- 24.4 Výroba a hutní zpracování drahých a jiných neželezných kovů,
- 24.5 Slévárenství.

V českém hospodářství je průmysl významné odvětví, především pak průmysl strojírenský, chemický, potravinářský a hutnický. Typickým znakem českého průmyslu je závislost na exportu do Evropské unie, především do Německa. Evropská poptávka po ocelových výrobcích je ovlivněna zejména automobilovým průmyslem, strojírenstvím a také stavebnictvím. Rozvoj automobilového průmyslu tedy v posledních letech stimuluje poptávku po profilové a tyčové oceli, a to zejména po výrobcích s vyšší přidanou hodnotou pro náročnější užití. Problémem pro konkurenceschopnost evropských společností v ocelářství je zvyšující se podíl dovozů ze třetích zemí (Čína, Turecko, země SNS) jejichž ceny jsou nižší než ceny evropské.

Dle analýzy vývoje ekonomiky ČR za rok 2013 vydané Ministerstvem průmyslu a obchodu byla hlavním tahounem růstu průmyslu výroba motorových vozidel, přívěsů a návěsů (na celkových tržbách průmyslu dosáhla 25,4 %), která má výrazně proexportní charakter a podíl tržeb z přímého vývozu na celkových tržbách odvětví dosáhl 69,3 %.

Strojírenství se na celkové produkci podílí ze 7,4 % a je proexportně zaměřeno, kdy tři čtvrtiny produkce je určeno pro zahraničního zákazníka. Rozsahem zasahuje do celého sektoru národního hospodářství a tak naznačuje směřování a další rozvoj hospodářství. Pozitivně odvětví ovlivňuje systém podpory podnikání, včetně programů podpory vědy, výzkumu a inovací. Na další vývoj ukazují celkové zakázky, které se zejména v závěru roku významně zvýšily.

Hutnický a ocelářský průmysl je v ČR velice koncentrovaný. Trhu dominují tři velké podniky: TŽ, ArcelorMittal a.s. a Evraz Vítkovice Steel, a.s., jejichž celkový podíl je více než čtyři pětiny trhu.

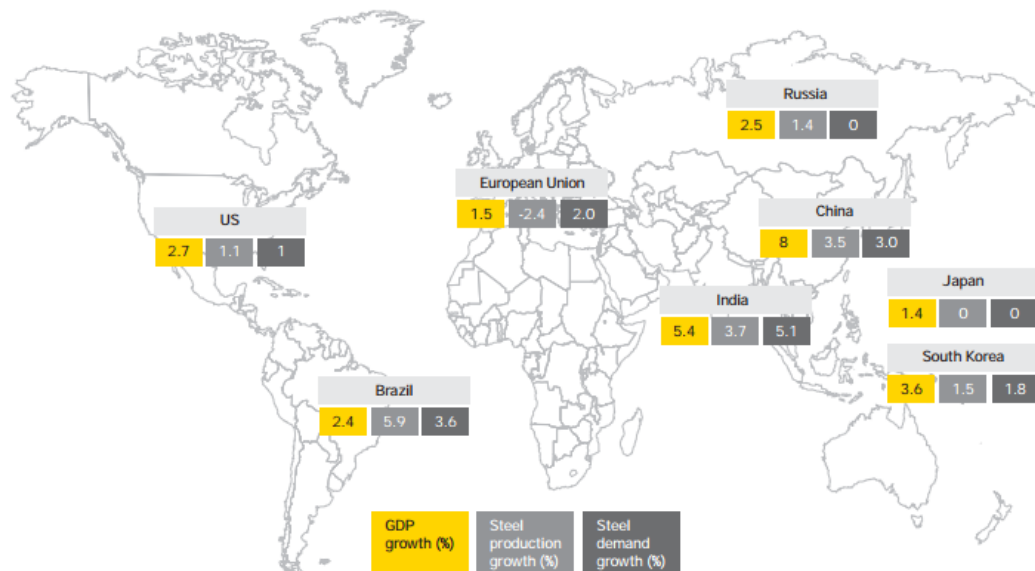
Co se týká pozice ocelářského průmyslu Evropské unie, došlo ke zhoršení. Před deseti lety se vyrobilo v zemích EU více než 20 % tehdejší celosvětové produkce oceli, dnes je tento podíl pouze deseti procentní. Došlo jak k nárůstu světové výroby oceli, tak k poklesu výroby v EU. Ocelářství v EU je značně znevýhodněno přísnou ekologickou legislativou, vysokými cenami elektrické energie spolu s enormními poplatky na obnovitelné zdroje. Situace evropského ocelářského průmyslu vedla k vytvoření tzv. Akčního plánu pro konkurenceschopné a udržitelné ocelářství, který požaduje stanovení nových technických a ekonomických cílů, které by pozitivně ovlivnily podnikatelské prostředí v ocelářství.

Předpokládá se, že poptávka po oceli v Evropské unii se v roce 2014 zvýší o 2 %, nicméně je nutné uvést, že vzhledem k expanzi Číny, která je hlavním tahounem, byla spotřeba

oceli v EU i v roce 2013 nižší, než byla původní předpověď. V Obr. 3.1 je zobrazena předpověď vývoje ocelářství a HDP pro rok 2014, kde pro Evropskou unii je však prognózován pokles produkce. Opět je v globálním měřítku vidět, že konkurenceschopnost Evropské unie je značně oslabena.

Obr. 3.1 Výhled vývoje ocelářství a HDP ve vybraných ekonomikách pro rok 2014

Outlook for steel and economic growth in 2014 mapped against the location of major steel markets



Source: IHS Global Insight, BREE

Zdroj: www.ey.com

3.3.3 Bariéry vstupu do odvětví

Bariéry vstupu do tohoto odvětví jsou značné. Důvodem je především vysoká kapitálová náročnost pro nastartování výroby. Výrobní zařízení je vytvářeno postupnými modernizacemi, které probíhají i desetiletí, což pro nově vznikající firmy znamená praktickou nemožnost konkurenceschopnosti. Dalším faktorem je zajištění infrastruktury, především vybudování železnice. V neposlední řadě je velkou bariérou splnění legislativních norem.

Know-how výroby a dlouholetá tradice je tedy nenahraditelná. Potenciální konkurenti by mohli vzniknout v případě využití tzv. brownfield projektů, kde by koupili nedostatečně využívaný průmyslový závod. Nebo spojením menším podnikům v silnější celek.

3.3.4 Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt je klíčovým ukazatelem výkonnosti jednotlivých ekonomik. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracování ve všech odvětvích považovaných v systému národního účetnictví za produktivní (tj. včetně služeb tržních i netržních). Vývoj hrubého domácího produktu v ČR a v zemích EU je patrný z Tab. 3.10.

Tab. 3.10 Vývoj hrubého domácího produktu ČR a EU (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Meziroční změna HDP ČR	2,7	-4,8	2,3	2	0,8	-0,7	2	2,5	2,5	2,5
Meziroční změna HDP EU	0,5	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0	1,3	1,1	1,8	2,1

Zdroj: Eurostat

K největšímu meziročnímu poklesu HDP o 4,8 % došlo v roce 2009 díky dopadům hospodářské krize, která vznikla v USA v roce 2007. V roce 2010 již došlo k oživení české ekonomiky, kdy došlo k postupnému překonání recese, stejně jako v zemích EU. Tento trend pokračoval do roku 2012. V roce 2013 došlo opět k meziročnímu snížení HDP. Dle predikce na roky 2014 až 2017 se předpokládá pozvolný růst HDP. Z Tab. 3.10 je patrné, že by HDP ČR mělo dosahovat většího růstu, než průměrný růst zemí EU. Vzhledem k faktu, že společnost vyváží do EU více než polovinu své produkce, bude při vývoji tržeb brán ohled především na růst HDP EU.

3.3.5 Inlace

Inlace je definovaná jako zvyšování cenové hladiny, jejímž následkem dochází ke snižování kupní síly peněz. Je to tedy vzestup průměrné cenové úrovně. V následující Tab. 3.11 je znázorněn vývoj inflace České republiky od roku 2009 do roku 2013 a predikce míry inflace pro roky 2014 až 2017.

Tab. 3.11 Vývoj míry inflace v ČR (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Míra inflace ČR	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	1,5	1,9	2

Zdroj: ČSÚ

V roce 2009 se průměrná meziroční míra inflace dostala na jednu ze svých nejnižších hodnot, a to na 1 %. Pokles byl způsoben, stejně jako již zmiňovaný pokles HDP, ekonomickou krizí. V roce 2010 došlo oproti předchozímu roku k nárůstu míry inflace a tento trend pokračoval až do roku 2012, kdy průměrná inflace dosahovala hodnoty 3,3 %. Co se týká predikce, v roce 2014 se předpokládá oproti roku 2013 snížení inflace na hodnotu 0,4 %, dále pak nárůst, kdy v roce 2017 se odhaduje míra inflace na 2 %.

3.3.6 Nezaměstnanost

Míra nezaměstnanosti má dalekosáhlé makroekonomické a mikroekonomické důsledky, je tedy významným faktorem, který má podstatný vliv na činnost a působení podniku. V rámci práce je sledována míra registrované nezaměstnanosti.

Tab. 3.12 Vývoj míry nezaměstnanosti v ČR (v %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nezaměstnanost ČR	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	6,1	5,9	5,7

Zdroj: ČSÚ

I vývoj nezaměstnanosti je evidentně ovlivněn hospodářskou krizí, kdy z míry nezaměstnanosti 4,4 % se zvýšila na hodnotu 6,7 %. V letech 2009 až 2013 se pohybovala okolo 7 %, predikce předpokládá snížení míry nezaměstnanosti pod 6 %, tento vývoj je spojen s předpokladem růstu HDP. Vývoj nezaměstnanosti byl hospodářskou krizí poznamenán, a ani v roce 2017 se nepřepokládá, že by se hodnota vrátila na hodnotu míry nezaměstnanosti před krizí.

3.3.7 Měnový kurz

Vývoj kurzu české koruny má pro TŽ velký význam, a to z toho důvodu, že víc než polovina výroby je prodávána zahraničním odběratelům. V případě posilování domácí měny, tedy koruny, dochází ke zdražování výrobků pro zahraniční odběratele. Naopak v případě oslabení měny se výrobky stanou levnější pro zahraniční odběratele a budou mít větší zájem o nákup. Nežádoucí pro exportéry je i kolísání měnového kurzu, díky kterému je velmi složité odhadnout jeho budoucí hodnotu a tedy i tržby. V následující části je popsán vývoj ročního kurzu koruny vůči euru, viz Tab. 3.13.

Tab. 3.13 Vývoj průměrného ročního kurzu CZK/EUR (v Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZK/EUR	24,94	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,50	27,40	26,90

Zdroj: ČSÚ

Z vývoje průměrné roční hodnoty kurzu CZK/EUR je v letech 2008 až 2013 patrné, že se kurz pohyboval okolo hodnoty 25 CZK/EUR. Ke změně došlo koncem roku 2013, kdy ČNB intervenovala. Důsledkem zásahu ČNB bylo znehodnocení české koruny a ustálení kurzu kolem hodnoty 27 CZK/EUR. Důvodem intervence bylo oživení ekonomiky a dosažení inflačního cíle. Kurz koruny se bude pohybovat i v budoucnu poblíž hladiny 27 Kč za euro, což odpovídá rozhodnutí bankovní rady intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby kurz koruny vůči euru poblíž této hladiny 27 setrval. Odchyly v řádu haléřů od úrovně 27 nehrají žádnou významnou roli. Z výše popsaného vývoje tedy vyplývá, že by nemělo dojít k velkým výkyvům kurzu a tedy vlivu na tržby společnosti.

Dále je popsán průměrný roční kurz CZK/USD, neboť velkou část vstupních surovin nakupuje společnost právě v amerických dolarech. Opět platí stejný vztah pro posilování a oslabování měny, který je popsán výše.

Tab. 3.14 Vývoj průměrného ročního kurzu CZK/USD (v Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CZK/USD	17,04	19,06	19,11	17,69	19,58	19,57	20,75	21,20	21,10	20,70

Zdroj: ČSÚ

Nejnižší průměrná hodnota kurzu byla v roce 2008, kdy se pohybovala kolem 17 Kč za jeden dolar, v období od roku 2008 až 2013 docházelo k postupnému navyšování kurzu, jehož hodnota se v roce 2013 pohybovala kolem 19,57 Kč za dolar. Predikce předpokládá, že se hodnota v následujících čtyřech letech bude pohybovat kolem 21 CZK/USD, nemělo by tedy dojít k větším výkyvům. Opět je stanovena predikce kurzu pro společnost pozitivní a na jejím základě se v plánu tržeb společnosti nebudou předpokládat výkyvy cen způsobené měnovým kurzem.

3.3.8 Analýza mikroprostředí

V rámci analýzy mikroprostředí je popsán hlavní český konkurent společnosti, ArcelorMittal Ostrava a.s. a hlavní německý konkurent Saarlouis AG, dále je uvedena struktura odběratelů a zaměstnanců, respektive schopnost řízení lidských zdrojů společnosti.

ArcelorMittal Ostrava a.s.

Největším českým konkurentem pro TŽ je společnost ArcelorMittal Ostrava a.s. (dále označovaná jako AM). Společnost se zaměřuje na výrobu a zpracování surového železa a oceli a hutní druhovýrobu. Její nevýhodou jsou kampaně upozorňující na znečišťování životního prostředí. V rámci analýzy konkurence jsou porovnány hodnoty ukazatele rentability tržeb společnosti a ukazatele celkové zadluženosti a likvidity. Data pro výpočet ukazatelů společnosti AM byla čerpána z výročních zpráv společnosti uvedených na webových stránkách ostrava.arcelormittal.com. Je nutné poznamenat, že bilanční suma společnosti je více, než jeden krát vyšší. Jde tedy o kapitálově větší společnost se zázemím největší hutnické společnosti světa.

Tab. 3.15 Komparace společností dle vybraných ukazatelů

ArcelorMittal Ostrava a.s.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	13,42%	-4,16%	2,43%	1,78%	1,83%	4,58%
Ukazatel celkové zadluženosti	19,84%	11,94%	14,94%	15,27%	15,27%	13,87%
Ukazatel celkové likvidity	6,64	5,02	5,56	4,02	6,88	3,32
TŽ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	3,10%	-2,90%	-1,88%	3,43%	2,09%	2,91%
Ukazatel celkové zadluženosti	22,25%	19,73%	28,83%	28,05%	25,23%	29,98%
Ukazatel celkové likvidity	3,00	2,47	2,26	2,46	2,76	2,45

Zdroj: Výroční zprávy společnosti ArcelorMittal Ostrava, a.s., vlastní výpočty

U ukazatele rentability tržeb obou společností je patrný vliv ekonomické krize, kdy v roce 2009 došlo u obou společností k prudkému poklesu rentability tržeb. Společnost AM však krize poznamenala víc, kdy z vysoké hodnoty ukazatele, která v roce 2008 dosahovala hodnoty 13,42 %, se dostala v následujícím roce na hodnotu - 4,16 %. V analyzovaném období se nebyla schopna dostat na hodnotu rentability z doby před krizí. U TŽ se již hodnoty pohybují na původní hladině. Je tedy zřejmé, že ačkoliv jsou TŽ menší společnost, je lépe schopná se vyrovnat s nepříznivou ekonomickou situací a nedochází k tak velkým skokům ve vývoji tržeb.

Dalším ukazatelem, který je použitý pro komparaci obou podniků, je ukazatel celkové zadluženosti. U obou porovnávaných společností nedochází k velkým výkyvům a hodnoty jsou poměrně nízké. U AM dokonce nepřesahují hodnotu 20 %, znamená to, že společnost používá k financování podniku především vlastní zdroje, což může vést u obou společností ke snížení rentability, jak již bylo zmíněno výše. Na druhou stranu to svědčí o silné pozici obou podniků, které nejsou závislé na cizích zdrojích.

Posledním ukazatelem je celková likvidita, která by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5. Hodnoty u AM jsou vyšší a ve všech analyzovaných letech překračují stanovenou mez. Je tedy zřejmé, že podnik má větší množství oběžných aktiv, než je vhodné k poměru ke krátkodobým závazkům.

Na základě výše uvedené analýzy je možné konstatovat, že obě společnosti jsou stabilní, nejsou příliš zadlužené a jsou schopné hradit své krátkodobé závazky z oběžných aktiv. Nemělo by tedy dojít k situaci, kdy by společnosti kvůli krátkodobým dluhům byly nuceny prodávat například hmotný majetek.

Saarstahl AG

Společnost Saarstahl, která vznikla v roce 1881, patří mezi jednoho z největších velkovýrobců tzv. dlouhých produktů z oceli na světě a je uznávána pro vysokou úroveň výroby oceli a jejího dalšího zpracování. Opět jde o velkou kapitálovou společnost, jejíž bilanční suma v roce 2013 je rovna hodnotě 3 614 milionů Eur.

Stejně jako v předchozím případě jsou data obou společností posuzované dle vybraných ukazatelů, viz Tab. 3.16.

Tab. 3.16 Komparace společností dle vybraných ukazatelů

Sarstaahl AG	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	26,00%	-4,70%	24,10%	13,20%	5,90%	0,80%
Ukazatel celkové zadluženosti	6,80%	8,00%	15,20%	19,40%	16,90%	17,30%
Podíl VK na aktivech	71,50%	66,80%	67,90%	69,90%	72,20%	71,30%
TŽ	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržeb	3,10%	-2,90%	-1,88%	3,43%	2,09%	2,91%
Ukazatel celkové zadluženosti	22,25%	19,73%	28,83%	28,05%	25,23%	29,98%
Podíl VK na aktivech	77,72%	80,23%	71,14%	71,94%	74,74%	70,00%

Zdroj: Výroční zprávy společnosti Sairstahl AG

Již na první pohled je patrné, že Sairstahl AG je rentabilní společnost, která má vysoký podíl vlastního kapitálu, stejně jako TŽ. Výhodou oproti TŽ jsou hodnoty ukazatele rentability tržeb, které jsou vyšší. Také je patrné, že v období krize a v roce 2013, v době zpomalení ekonomiky jsou tyto hodnoty ukazatele horší, tedy stejně jako AM i tato společnost má horší výsledky v době krize než TŽ.

Na závěr lze tedy shrnout, že TŽ jsou finančně stabilní a konkurenceschopná společnost která dosahuje podobných výsledků jako uvedení přední světoví výrobci oceli.

Zaměstnanci

Velká pozornost v rámci řízení lidských zdrojů je zaměřena na získávání technicky vzdělaných absolventů středních a vysokých škol pro zajištění generační obměny a běžné fluktuace. Výhodou společnosti je vlastní Střední odborná škola Třineckých železáren, kdy velkou část generační obměny tvoří právě absolventi technických oborů. Problémem poslední doby je však nedostatek vysokoškolsky vzdělaných studentů technických oborů pro odbornou činnost v TŽ.

Dále se společnost věnuje nadstandardní péči o zdraví zaměstnanců a to pomocí finančních zdrojů získaných z příspěvku České průmyslové zdravotní pojišťovny. Společnost pro zvýšení počtu zaměstnanců organizovala rekondičně-rehabilitační pobyty v lázních, byla zajištěna ambulantní léčebná rehabilitace ve zdravotnickém zařízení a proběhlo očkování proti chřipce a poskytování vitaminů.

Odběratelé

Vliv odběratelů na společnost byl patrný především v době krize, viz finanční analýza, kdy došlo k výraznému poklesu poptávky po oceli a tím i velkému tlaku na snížení cen. Lze však předpokládat, že v době oživení ekonomiky bude tento tlak klesat. Informace o konkrétních odběratelích TŽ nezveřejňují. Vzhledem k nabízeným výrobkům je však zřejmé, že hlavními odběrateli jsou firmy v oboru strojírenství, automobilového průmyslu a méně pak firmy působící v průmyslu a stavebnictví. Výhodou společnosti je, že své portfolio výrobků

prodává nejen v České republice a Evropské Unii, ale také například ve Spojených státech amerických, čímž dochází k diverzifikaci rizika. Tento fakt je potvrzen i na základě srovnání se společností AM, kdy TŽ nebyly tak výrazně postiženy hospodářskou krizí a dokázaly se rychleji dostat na původní hodnoty ukazatelů před krizí.

3.3.9 SWOT analýza

V této kapitole je uvedena SWOT analýza, která slouží ke komplexnímu hodnocení vnitřního a vnějšího potenciálu podniku, na základě informací získaných z finanční a strategické analýzy.

Silné stránky společnosti jsou

- dlouholetá tradice,
- vedoucí postavení na českém trhu,
- ekonomická stabilita,
- maximální využití výrobní kapacity,
- střední odborná škola.

Slabé stránky jsou

- vysoká spotřeba energie,
- materiálová náročnost na vstupy,
- přísná ekologická legislativa v EU,
- zvyšující se hodnota doby obratu závazků,
- nízké hodnoty ukazatelů rentability.

Příležitosti jsou

- kolejnice,
- energetický průmysl.

Ohroženími jsou

- globální konkurenceschopnost evropského ocelářského průmyslu,
- vysoké ceny elektrické energie a zemního plynu,
- Tesla, výroba elektromobilů,
- válečné konflikty na Ukrajině,
- nedostatek kvalifikované pracovní síly.

Po provedení strategické analýzy lze konstatovat, že i přes nepříznivé podmínky pro Evropské ocelářství jsou TŽ stabilní společnost, která je schopna obstát i na silném konkurenčním trhu.

Dle prognózy makroprostředí bude pravděpodobně příznivější vývoj jak ekonomické situace v České republice, tak Evropské unie, z analýzy ocelářského průmyslu a jejich prognóz by mělo nastat oživení i v této oblasti.

Výsledky strategické analýzy jsou dále využity při sestavování finančního plánu, který je nezbytný pro oceňování firmy výnosovými metodami a na jejím základě je stanoveno tempo růstu tržeb společnosti.

4 Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami

Obsahem kapitoly je stanovení hodnoty společnosti Třinecké železárny, a.s. k 1. 1. 2014 pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků (DCF – Entity) a metody ekonomické přidané hodnoty (EVA – Entity) pro účely prodeje nespecifikovanému kupujícímu.

Před samotným oceněním je nezbytné sestavit dlouhodobý finanční plán na roky 2014 až 2018 na základě dílčích finančních plánů, konkrétně plánu tržeb, provozní ziskové marže, investic, financování a plánu pracovního kapitálu. Dále jsou stanoveny náklady kapitálu pomocí modelu CAPM a Stavebnicového modelu. V závěru kapitoly je odhadnuta hodnota společnosti a srovnání výsledků dosažených pomocí jednotlivých metod.

4.1 Finanční plán

Při ocenění podniku výnosovými metodami je východiskem finanční plán. Dlouhodobý finanční plán TŽ se skládá z plánovaného výkazu zisku a ztráty, výkazu o peněžních tocích a rozvahy. Plán je sestaven pro roky 2014 až 2018. Pro jeho vytvoření jsou nejprve sestaveny dílčí plány, plány tzv. generátorů hodnoty a na jejich základě jsou následně vytvořeny plánované účetní výkazy dle (Mařík, 2011).

4.2 Plán tržeb

Základem pro tvorbu finančního plánu je plán tržeb, který vychází především ze strategické a finanční analýzy.

Vzhledem k tomu, že analyzovaná časová řada byla výrazně ovlivněna hospodářskou krizí, se při sestavování přihlíželo ve větší míře k výsledkům strategické analýzy.

Důležitým faktem pro plán tržeb je, že TŽ v současnosti vyrábějí na maximum svých produkčních možností. Je tedy nutné v predikovaném horizontu brát do úvahy fakt, že množství prodáváných výrobků se skokově nezvýší, z čehož jasně plyne, že i při příznivých podmínkách na trhu, které jsou vyvozovány například z vývoje HDP, nebo z predikce vývoje strojírenského a automobilového průmyslu, nedojde ke zvýšení množství prodaných výrobků a služeb. Hlavním faktorem, který může ovlivnit výši tržeb, jsou tedy ceny prodáváných výrobků a služeb. Ty budou ovlivňovány především cenami vstupů, a jak již bylo zmíněno ve strategické analýze, tlakem konkurence. Pro evropský ocelářský průmysl je a bude hrozbou expanze asijských společností, které vytvářejí tlak na snižování cen. Na základě výše uvedených skutečností, interních informací společnosti a na základě předpokládaného vývoje

inflace je tempo růstu celkových tržeb stanoveno na 2 % ročně. Konkrétní hodnoty plánu tržeb jsou uvedené v následující Tab. 4.1

Tab. 4.1 Plán tržeb společnosti (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby celkem	37 844 125	38 601 007	39 373 027	40 160 488	40 963 698
Tržby za zboží	2 450	2 499	2 549	2 600	2 652
Tržby za výrobky a služby	37 433 046	38 181 707	38 945 341	39 724 248	40 518 733
Tržby z prodeje DHNM	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	7 212	7 357	7 504	7 654	7 807
Ostatní provozní výnosy	401 416	409 444	417 633	425 986	434 505

4.2.1 Plán provozní ziskové marže

Plán provozní ziskové marže je tvořen na základě korigovaného provozního výsledku hospodaření, dále KPVH a jeho poměru na tržbách společnosti. Postup pro výpočet je tedy takový, že z průměrné hodnoty provozního zisku na tržbách je odhadnut vývoj provozní ziskové marže pro plánovaný horizont.

Pro určení hodnoty KPVH se vycházelo z provozního výsledku hospodaření, od kterého byla odečtena hodnota tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a zůstatková cena dlouhodobého majetku a materiálu.

Historický průměr provozní ziskové marže společnosti je 0,28 %, nicméně tento výsledek je značně zkreslen hodnotami provozního zisku během ekonomické krize. Vzhledem k přihlédnutí ke strategické analýze, kdy se nepředpokládá, že by se měla ekonomika dostat v prognózovaném horizontu do recese, ale naopak se předpokládá mírné oživení, se bude ve výpočtu vycházet z historického průměru růstu upravené provozní ziskové marže, ve kterém nebudou zahrnuty hodnoty pro roky 2009 a 2010, který je 3,2 %. Tento výsledek je na základě odhadů zvýšen na hodnotu 3,7 %. Z prognózované provozní marže a prognózovaných tržeb je následně dopočten korigovaný provozní výsledek hospodaření, viz následující Tab. 4.2.

Tab. 4.2 Plán provozní ziskové marže (KPVH v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	1 412 000	1 435 174	1 458 425	1 481 745	1 505 126
Provozní zisková marže	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%

4.2.2 Plán investic

Na základě interních informací společnost ve stanoveném horizontu plánují především investice na obnovu výrobního zařízení, ekologické investice na odprášení ocelárny a

v neposlední řadě investice směřované na finalizaci výroby, konkrétně na tepelné zpracování tyčí a drátů a povrchovou úpravu tyčí. Přesné informace o jednotlivých investicích však nejsou přesně známe, což je důvodem pro stavení výše investic do provozně nutného dlouhodobého majetku na základě globálního přístupu investičního plánování pomocí tzv. průměrného koeficientu náročnosti tržeb na investice brutto. Tento koeficient se počítá jako podíl sumy investic a sumy tržeb. Výsledná hodnota koeficientu je stanovena na 3, 5 %. Na základě koeficientu a predikovaných tržeb jsou následně stanoveny přírůstky investic do dlouhodobého majetku.

Tab. 4.3 Plán investic (v tis. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby	38 873 856	25 183 878	33 547 364	40 144 572	37 915 749	37 208 183
Dlouhodobý majetek	13 987 821	14 281 628	15 383 116	15 250 593	16 601 373	19 581 224
Investice (netto)	x	293 807	1 101 488	-132 523	1 350 780	2 979 851
Odpisy	1 027 628	1 078 376	922 179	910 771	900 092	943 817
Investice (brutto)	x	1 372 183	2 023 667	778 248	2 250 872	3 923 668

K_{DMb}

3,50%

Plán	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý majetek	20 959 820	22 338 417	23 717 013	25 095 610	26 474 206
Investice (netto)	1 378 596	1 378 596	1 378 596	1 378 596	1 378 596
Odpisy	1 182 272	1 205 917	1 230 036	1 254 636	1 279 729
Investice (brutto)	2 560 868	2 584 514	2 608 632	2 633 233	2 658 326

4.2.3 Plán financování

Plán financování vychází z plánu investic. Zahrnuje plán vlastního kapitálu, dlouhodobých cizích zdrojů a nákladových úroků, viz Tab. 4.4.

Hodnoty základního kapitálu, kapitálových fondů a rezervního fondu jsou v plánovaném horizontu stanoveny ve stejné výši jako v roce 2013.

Výsledek hospodaření minulého období je stanoven jako součet výsledku hospodaření minulých let ke konci minulého roku a výsledku hospodaření za běžné období z minulého roku.

Dlouhodobé závazky a krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry jsou vzhledem k nedostatku informací stanoveny na základě jejich průměrné hodnoty k tržbám.

Stejný problém se vyskytl i u splátek úvěrů a úrokových sazeb a tak je pro plán nákladových úroků zvolena jejich průměrná hodnota k celkovým úvěrům. Nákladové úroky činily v minulosti průměrně 3 % z výše úvěrů, nicméně tato hodnota je ovlivněna především

roky 2008 a 2009, kdy dosahovaly výše 6,8 % a 6,1 %. Pro plán je následně zvolen průměr za roky 2010 až 2013, který dosahoval 2 %.

Plán financování je pro přehlednost uveden v následující Tab. 4.4.

Tab. 4.4 Plán financování (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Vlastní kapitál	22 462 202	23 678 933	24 913 760	26 166 727	27 437 866
Základní kapitál	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863
Kapitálové fondy	103 743	103 743	103 743	103 743	103 743
Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	2 858 219	2 858 219	2 858 219	2 858 219	2 858 219
VH minulých let	10 191 696	11 390 377	12 607 108	13 841 935	15 094 902
VH běžného účetního období	1 198 681	1 216 730	1 234 828	1 252 966	1 271 139
Rezervy	132 862	132 862	132 862	132 862	132 862
Dlouhodobé závazky	522 439	532 888	543 546	554 417	565 505
Krátkodobé bankovní úvěry	1 606 488	1 712 152	1 817 816	1 923 480	2 029 144
Dlouhodobé bankovní úvěry	2 614 173	3 049 733	3 420 754	3 544 840	3 543 680
Nákladové úroky	51 759	52 794	53 850	54 927	56 025

4.2.4 Plán pracovního kapitálu

Plán pracovního kapitálu slouží ke stanovení výše zásob, pohledávek, krátkodobých závazků a krátkodobých finančních zdrojů. Cílem je tedy analyzovat náročnost tržeb na jednotlivé složky kapitálu na základě odhadu ukazatelů dob obratu a ukazatele okamžité likvidity.

Průměrná hodnota vývoje doby obratu závazků za období od 2008 až 2013 je 7,91 %. I v tomto případě je nutné brát v úvahu velké výkyvy, které průměrnou hodnotu zkreslují. Vývoj krátkodobých závazků byl tedy stanoven tak, aby se snížila doba obratu závazků na hodnoty uvedené v Tab. 4.5. Dle stanovené délky doby obratu a predikovaných tržeb pak byla následně dopočtena výše krátkodobých závazků.

Tab. 4.5 Stanovení výše krátkodobých závazků společnosti

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (v tis. Kč)	37 952 347	38 711 394	39 485 621	40 275 334	41 080 841
Doba obratu (dny)	44	43	42	41	40
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	4 638 620	4 623 861	4 606 656	4 586 913	4 564 538

Pohledávky byly stanoveny obdobným způsobem jako krátkodobé závazky, dle ukazatele doby obratu pohledávek a predikovaných tržeb. Průměrná změna ukazatele od 2008 do 2013 je -2,9 %, viz Tab. 4.6.

Tab. 4.6 Stanovení výše pohledávek společnosti (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby	37 952 347	38 711 394	39 485 621	40 275 334	41 080 841
Doba obratu pohledávek	32	31	30	29	28
Pohledávky	3 373 542	3 333 481	3 290 468	3 244 402	3 195 176

Zásoby se budou každoročně zvyšovat o 2 % a to z důvodu zvyšování zájmu o dodávky just in time, tento údaj je převzat z plánu podniku.

Krátkodobý finanční majetek u společnosti je naplánován na základě ukazatele okamžité likvidity, vzhledem k nízké hodnotě ukazatele se v rámci práce považují veškeré krátkodobé finanční prostředky za nutné. Výsledky ukazatele u TŽ měly klesající tendenci, kdy z vysokých hodnot v letech 2008 a 2009, byla v posledním analyzovaném roce likvidita rovna hodnotě 0,08. Průměrná hodnota za roky 2010 až 2013 byla 0,12 a na tomto základu je stanoven procentuální podíl pohotových platebních prostředků ke krátkodobým závazkům v roce 2014, tedy ve výši 12 %. V dalších letech se předpokládá růst tohoto ukazatele k průměrné hodnotě za celé analyzované období, tedy 0,23. Výpočet krátkodobého finančního majetku je zobrazen v Tab. 4.7.

Tab. 4.7 Stanovení výše krátkodobých závazků (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Pohotové platební prostředky	554 863	829 198	1 054 990	1 049 844	935 437
Krátkodobé závazky	4 623 861	4 606 656	4 586 913	4 564 538	4 067 117
Okamžitá likvidita	0,12	0,18	0,23	0,23	0,23

Dle výše uvedených mezikroků je pak plán pracovního kapitálu následující

Tab. 4.8 Plán pracovního kapitálu (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
Oběžná aktiva	10 967 099	11 342 147	11 668 516	11 763 764	11 749 522
Zásoby	7 036 007	7 176 727	7 320 261	7 466 666	7 616 000
Krátkodobé pohledávky	3 373 542	3 333 481	3 290 468	3 244 402	3 195 176
Krátkodobý finanční majetek	554 863	829 198	1 054 990	1 049 844	935 437
Krátkodobé závazky	4 638 620	4 623 861	4 606 656	4 586 913	4 564 538
Pracovní kapitál	6 325 791	6 715 545	7 059 064	7 173 999	7 182 075
Změna pracovního kapitálu	x	389 753	343 519	114 935	8 076

Hodnota pracovního kapitálu měla v analyzovaném období poměrně konstantní vývoj, průměrná hodnota za období 2008 až 2013 byla 6 270 tis. Kč. V rámci prognózovaného období se předpokládá, že hodnota poroste v průměru o 2 %.

4.2.5 Plánovaný výkaz zisku a ztrát pro roky 2014 - 2018

Při sestavování výkazu zisku a ztráty se vycházelo z dílčích plánů a především z prognózovaných tržeb.

Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění jsou stanoveny ze mzdových nákladů ve výši 34 %, odpisy jsou převzaty z plánu investic.

Sazba daně z příjmů právnických osob je v celém plánu stanovena na 19 %.

Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a mimořádný výsledek hospodaření predikovány nejsou, neboť vzhledem k nepravdivosti a obtížného předvídání je to dle (Mařík, 2011) nevhodné.

Výnosy z dlouhodobého finančního majetku jsou ponechány na jejich hodnotě z roku 2013 a ostatní položky jsou stanoveny poměrem k tržbám. Vzhledem k rozsáhlosti je výkaz uveden v Příloze 6.

4.2.6 Plánovaný výkaz cash flow pro roky 2014 - 2018

Pro vytvoření cash flow byly převzaty odpisy a účetní zisk z výkazu zisku a ztráty, změny stavu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků jsou převzaty z plánu pracovního kapitálu. Z plánu investování jsou doplněny výdaje spojené s nabytím stálých aktiv a výsledek plánovaného výkazu, tedy konečný stav peněžních prostředků v daném roce je dále využit pro sestavení rozvahy. Opět je pro přehlednost výkaz uveden v Příloze 6.

4.2.7 Plánovaná rozvaha pro roky 2014 – 2018

Rozvaha byla sestavena na základě syntézy předchozích kroků. Dlouhodobý majetek byl doplněn z výše uvedeného plánu investic, který byl vypočten na základě globálního přístupu. Jednotlivé položky dlouhodobého majetku pak byly stanoveny na základě historického podílu na dlouhodobém majetku.

Dlouhodobý finanční majetek, změny časového rozlišení, nákladových rezerv a opravných položek nejsou pro účely ocenění plánovány a jsou ponechány na hodnotě roku 2013.

Zásoby a pohledávky jsou převzaty z plánu pracovního kapitálu. Nerozdělený výsledek hospodaření je vypočten jako součet nerozděleného výsledku hospodaření minulých let ke konci minulého roku a výsledku hospodaření běžného období z minulého roku. Výsledek hospodaření běžného roku je převzat z výkazu zisku a ztráty.

Plánovaná rozvaha je uvedena v následující Tab. 4.9.

Tab. 4.9 Plánovaná rozvaha (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
AKTIVA CELKEM	31 982 700	33 736 344	35 441 309	36 915 154	38 279 509
Dlouhodobý majetek	20 959 820	22 338 417	23 717 013	25 095 610	26 474 206
Dlouhodobý nehmotný majetek	49 016	52 240	55 464	58 688	61 912
Dlouhodobý hmotný majetek	11 439 847	12 192 284	12 944 720	13 697 157	14 449 593
Dlouhodobý finanční majetek	8 848 021	8 848 021	8 848 021	8 848 021	8 848 021
Oběžná aktiva	10 967 099	11 342 147	11 668 516	11 763 764	11 749 522
Zásoby	7 036 007	7 176 727	7 320 261	7 466 666	7 616 000
Dlouhodobé pohledávky	2 688	2 741	2 796	2 852	2 909
Krátkodobé pohledávky	3 373 542	3 333 481	3 290 468	3 244 402	3 195 176
Krátkodobý finanční majetek	554 863	829 198	1 054 990	1 049 844	935 437
Časové rozlišení	55 780	55 780	55 780	55 780	55 780

	2014	2015	2016	2017	2018
PASIVA CELKEM	31 982 700	33 736 344	35 441 309	36 915 154	38 279 509
Vlastní kapitál	22 462 202	23 678 933	24 913 760	26 166 727	27 437 866
Základní kapitál	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863	8 109 863
Kapitálové fondy	103 743	103 743	103 743	103 743	103 743
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy	2 858 219	2 858 219	2 858 219	2 858 219	2 858 219
Výsledek hospodaření minulých let	10 191 696	11 390 377	12 607 108	13 841 935	15 094 902
Výsledek hospodaření běžného účetního období	1 198 681	1 216 730	1 234 828	1 252 966	1 271 139
Cizí zdroje	9 514 582	10 051 496	10 521 633	10 742 512	10 835 729
Rezervy	132 862	132 862	132 862	132 862	132 862
Dlouhodobé závazky	522 439	532 888	543 546	554 417	565 505
Krátkodobé závazky	4 638 620	4 623 861	4 606 656	4 586 913	4 564 538
Bankovní úvěry a výpomoci	4 220 661	4 761 885	5 238 570	5 468 320	5 572 824
Bankovní úvěry dlouhodobé	2 614 173	3 049 733	3 420 754	3 544 840	3 543 680
Krátkodobé bankovní úvěry	1 606 488	1 712 152	1 817 816	1 923 480	2 029 144
Časové rozlišení	5 915	5 915	5 915	5 915	5 915

4.3 Stanovení nákladů na kapitál

Důležitou součástí ocenění je stanovení nákladů kapitálu, kterými se diskontují budoucí peněžní toky generované oceňovaným podnikem ve stanoveném časovém horizontu.

V práci je odhadnuta hodnota společnosti pomocí metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty ve variantě entity, neboli bude oceněna společnost jako celek. V tomto případě je nezbytné stanovit jak náklady vlastního kapitálu, tak náklady cizího kapitálu a následně vážené náklady na celkový kapitál WACC.

4.3.1 Náklady na vlastní kapitál

Výpočet nákladů kapitálu je proveden pomocí beta verze modelu CAPM dle vzorce (2.21) a pomocí Stavebnicového modelu, který je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu. Pro ocenění jsou následně použity obě sazby nákladů a výsledky budou porovnány.

Model CAPM

Výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí beta verze model CAPM je uveden v následující Tab. 4.10.

Tab. 4.10 Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
R_F	1,09%	1,09%	1,09%	1,09%	2,43%
β^U	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
$[E(R_m)-R_f]$	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
D/E	19%	20%	21%	21%	20%
β^L	1,03	1,03	1,04	1,04	1,04
R_E	7,29%	7,35%	7,39%	7,39%	8,70%

Pro první fázi je použita bezriziková sazba, která představuje průměrný výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let. Pro druhou fázi je bezriziková sazba stanovena jako průměrný výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let. Obě hodnoty jsou zjištěné z databáze ARAD České národní banky k počátku roku 2014.

Riziková premie je určena ve výši 6,05 % dle Damodarana, údaj je převzat k lednu 2014.

Hodnota koeficientu beta pro nezadluženou firmu je rovněž převzata ze studie A. Damodarana pro oblast Steel ve výši 0,89 a je stejná jak pro první, tak druhou fázi ocenění. Na základě koeficientu beta pro nezadluženou společnost je pak dle vzorce (2.22) dopočtena hodnota koeficientu beta pro zadluženou společnost.

Stavebnicový model

Pomocí stavebnicového modelu jsou náklady vlastního kapitálu stanoveny následovně, přičemž kompletní výpočet jednotlivých rizikových přírážek je uveden v Příloze 7.

Tab. 4.11 Stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí Stavebnicového modelu

	2014	2015	2016	2017	2018
R_F	1,09%	1,09%	1,09%	1,09%	2,43%
R_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{podnikatelské}$	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
$R_{finstab}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{finstru}$	0,77%	0,82%	0,86%	0,85%	1,10%
R_E	4,86%	4,91%	4,95%	4,94%	6,53%

4.3.2 Náklady na cizí kapitál

Vzhledem k tomu, že v práci jsou pro výpočet hodnoty použity výnosové metody, jsou náklady na cizí kapitál stanoveny pomocí alternativního postupu, který je založen na tržních datech. Výnos do splatnosti je určen jako součet bezrizikové výnosové míry a rizikové přírážky, která je stanovena na základě ratingové třídy. Vzhledem ke složitosti zařadit podnikový dluh ke skupině dluhopisů na trhu je dle (Mařík, 2011) využit zjednodušený přístup, kdy se rating určí pomocí ukazatele úrokového krytí. Riziková přírážka pro hodnotu úrokového krytí byla stanovena na základě studie A. Damodarana. Postup výpočtu a hodnoty nákladů na cizí kapitál společnosti jsou následující

Tab. 4.12 Stanovení nákladů na cizí kapitál

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
R_F	1,090%	1,090%	1,090%	1,090%	2,430%
úrokové krytí	29,59	29,45	29,31	29,16	29,01
R_P	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
R_D	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	2,9%

4.3.3 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál jsou kombinací nákladu na kapitál vlastní a kapitál cizí, které jsou uvedeny výše a jsou vypočteny dle vzorce (2.34). Tab. 4.13 zobrazuje jednotlivé složky nezbytné pro výpočet nákladů na celkový kapitál a výsledné hodnoty WACC pro jednotlivé roky vypočtené s použitím nákladů na vlastní kapitál zjištěných dle modelu CAPM a dle Stavebnicové metody, dále SM.

Tab. 4.13 Výpočet nákladů na celkový kapitál

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
R_E - CAPM	7,294%	7,352%	7,392%	7,386%	8,700%
R_E - SM	4,859%	4,913%	4,950%	4,945%	6,533%
R_D	1,590%	1,590%	1,590%	1,590%	2,930%
D	4 220 661	4 761 885	5 238 570	5 468 320	5 572 824
E	22 462 202	23 678 933	24 913 760	26 166 727	27 437 866
WACC – CAPM	6,344%	6,336%	6,331%	6,332%	7,632%
WACC – SM	4,294%	4,306%	4,314%	4,313%	5,831%

Na základě zjištěných hodnot je zřejmé, že náklady na celkový kapitál, kdy jsou použity náklady vlastního kapitálu dle SM, jsou nižší, než ve druhé variantě. Následně bude analyzován vliv změny WACC na hodnotu společnosti. Je nutné poznamenat, že náklady kapitálu zjištěné pomocí SM jsou vhodnější pro podmínky českého kapitálového trhu, než náklady dle modelu CAPM.

4.4 Ocenění podniku metodou DCF – Entity

Oceňováním pomocí metody DCF - Entity je určena tržní hodnota podniku jako celku, je tedy oceněn celkový kapitál podniku. Výpočet hodnoty je založen na diskontování budoucích volných peněžních toků podniku průměrným nákladem celkového kapitálu WACC.

Ocenění je provedeno k 1. 1. 2014 pomocí dvoufázové metody, kdy první fáze bude trvat 4 roky a druhá fáze bude trvat od 5. roku do nekonečna.

Prvním krokem je výpočet volných finančních toků pro vlastníky a věřitele dle vzorce (2.25). Následně se hodnota podniku pomocí metody DCF – Entity stanoví dle (2.34), přičemž hodnota první fáze je vypočtena dle (2.41) a hodnota druhé fáze dle (2.42).

Jak již bylo zmíněno, nejprve je nezbytné stanovit volné peněžní toky pro společnost TŽ, viz následující Tab. 4.14, přičemž informace, které byly použity pro výpočet, jsou čerpány z finančního plánu podniku pro roky 2014 až 2018.

Tab. 4.14 Stanovení FCFF (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
EBIT(1-t)	1 240 606	1 259 494	1 278 446	1 297 457	1 316 520
Odpisy	1 182 272	1 205 917	1 230 036	1 254 636	1 279 729
Investice	1 378 596	1 378 596	1 378 596	1 378 596	1 378 596
Změna ČPK	-33 024	389 753	343 519	114 935	8 076
FCFF	1 077 305	697 061	786 366	1 058 562	1 209 576

Po stanovení peněžních toků je možné odhadnout hodnotu podniku. Jako první je stanovena hodnota podniku na základě nákladů na vlastní kapitál vypočtených dle modelu CAPM a následně je uvedena vypočtená hodnota podniku pomocí nákladů vlastního kapitálu stanovených dle SM.

Tab. 4.15 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF – Entity, CAPM (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
FCFF	1 077 305	697 061	786 366	1 058 562	1 209 576
Diskontované FCFF	1 013 038	616 464	654 099	828 062	
Hodnota 1. fáze	3 111 663				
Pokračující hodnota	21 476 019				
Hodnota 2. fáze	29 192 478				
Celková hodnota	32 304 141				

Hodnota podniku pomocí metody diskontovaných peněžních toků s použitím WACC s R_E zjištěnými pomocí CAPM je 32 304 141 tis. Kč. Nutné je také poznamenat, že tempo růstu volných peněžních toků g bylo stanoveno na úroveň 2 % a je odvozeno ze strategické analýzy, konkrétně z tempa růstu tržeb společnosti.

V Tab. 4.16 je uveden výpočet hodnoty na základě nákladů vlastního kapitálu dle SM.

Tab. 4.16 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF – Entity, SM (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2. fáze
FCFF	1 077 305	697 061	786 366	1 058 562	1 209 576
Diskontované FCFF	1 032 953	640 701	692 788	894 065	
Hodnota 1. fáze	3 260 506				
Pokračující hodnota	31 576 198				
Hodnota 2. fáze	38 998 162				
Celková hodnota	42 258 668				

Hodnota podniku dle diskontovaných peněžních toků je s použitím WACC s R_E zjištěnými pomocí SM je 42 258 668 tis. Kč.

4.5 Ocenění podniku metodou EVA – Entity

Druhou metodou použitou pro ocenění společnosti je dvoufázová EVA - Entity. Tak jako metoda DCF patří i tato mezi výnosové metody. Rozdíl je v peněžních tocích, které jsou pro výpočet použity, kdy u metody EVA se používají peněžní toky EVA, kdežto u DCF se používají, jak již bylo uvedeno, volné peněžní toky. Fáze podniku a tempo růstu jsou stejné jako u předchozího ocenění.

Prvním krokem je výpočet hodnoty ukazatele EVA v jednotlivých letech, přičemž místo NOPAT je použit EBIT po zdanění a C je kapitál vázaný v aktivech potřebných pro hlavní činnost, který je stanoven jako součet dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu společnosti.

I v případě ocenění pomocí této metody budou použity dvě sazby WACC a následně budou výsledky porovnány. V Tab. 4.17 je ekonomická přidaná hodnota vypočtena s náklady WACC, které jsou stanovené na základě R_E stanovenými pomocí modelu CAPM.

Tab. 4.17 Výpočet ekonomické přidané hodnoty, CAPM (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT(1-t)	1 240 606	1 259 494	1 278 446	1 297 457	1 316 520
C	28 787 994	30 394 478	31 972 824	33 340 726	34 619 941
C_{t-1}	25 940 039	28 787 994	30 394 478	31 972 824	33 340 726
WACC	6,344%	6,336%	6,331%	6,332%	7,632%
EVA	-405 024	-564 612	-645 871	-727 020	-1 325 749

V Tab. 4.18 je ekonomická přidaná hodnota vypočtena s náklady WACC dle R_E stanovenými pomocí SM.

Tab. 4.18 Výpočet ekonomické přidané hodnoty, SM (v tis. Kč)

	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT(1-t)	1 240 606	1 259 494	1 278 446	1 297 457	1 316 520
C	28 787 994	30 394 478	31 972 824	33 340 726	34 619 941
C_{t-1}	25 940 039	28 787 994	30 394 478	31 972 824	33 340 726
WACC	4,294%	4,306%	4,314%	4,313%	5,831%
EVA	126 814	19 988	-32 697	-81 410	-702 051

V případě výpočtu EVA u první varianty jsou hodnoty ukazatele ve všech letech záporné. Ve druhé variantě, kdy jsou použity náklady vlastního kapitálu pomocí SM, je již ukazatel EVA kladný. Je tedy zřejmé, že při oceňování je velice důležité, jaká hodnota nákladů kapitálu je použita, neboť následné rozdíly ve výsledném ocenění nejsou zanedbatelné.

Na základě vypočtených hodnot ukazatele EVA je stanovena hodnota společnosti dle vzorce (2.43). V Tab. 4.19 je výpočet proveden dle WACC na základě modelu CAPM.

Tab. 4.19 Výpočet hodnoty společnosti metodou EVA – Entity, CAPM (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	-405 024	-564 612	-645 871	-727 020	-1 325 749
d. EVA	-380 862	-499 329	-537 235	-568 712	
Hodnota 1. fáze	-1 986 139				
PH	-13 763 699				
Hodnota 2. fáze	-10 125 535				
MVA	-12 111 674				
Hodnota	18 266 390				

V následující Tab. 4.20 je uveden výpočet hodnoty podniku dle ekonomické přidané hodnoty s použitím R_E na základě SM.

Tab. 4.20 Výpočet hodnoty společnosti metodou EVA – Entity, SM (v tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2014	2015	2016	2017	2018
EVA	126 814	19 988	-32 697	-81 410	-702 051
d. EVA	121 593	18 372	-28 806	-68 759	
Hodnota 1. fáze	42 399				
PH	-8 965 410				
Hodnota 2. fáze	-7 259 151				
MVA	-7 216 752				
Hodnota	23 161 312				

Pro výpočet druhé fáze bylo nejprve nutné vypočítat pokračující hodnotu a stanovit veličinu g , která byla stejně jako v předchozím případě odvozena z předpokládaného tempa růstu tržeb.

Hodnota podniku dle ekonomické přidané hodnoty s použitím WACC s R_E zjištěnými pomocí SM je 23 161 312 tis. Kč.

5 Zhodnocení výsledků

Před stanovením hodnoty podniku dle zvolených metod bylo nezbytné provést finanční a strategickou analýzu a následně dosažené výsledky zhodnotit. Dále bylo odhadnuto tempo růstu tržeb, které sloužilo jako podklad pro vytvoření dlouhodobého finančního plánu pro roky 2014 – 2018, na jehož základě bylo provedeno ocenění společnosti Třinecké železářny, a.s. k 1. 1. 2014.

Ocenění bylo provedeno na základě dvoufázových metod DCF – Entity a EVA – Entity. Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny pomocí beta verze modelu CAPM s Stavebnicového modelu, náklady na cizí kapitál byly stanoveny jako součet bezrizikové sazby a rizikové přírážky.

Výsledné hodnoty dosažené pomocí obou metod jsou uvedeny v následující Tab. 5.1.

Tab. 5.1 Výsledné hodnoty ocenění (v tis. Kč)

	Účetní hodnota	R _E - SM	R _E - CAPM	rozdíl
Metoda DCF - Entity	30 378 064	42 258 668	32 304 141	9 954 527
Metoda EVA - Entity		23 161 312	18 266 390	4 894 922

Je zřejmé, že výsledky ocenění pomocí diskontovaných finančních toků jsou vyšší, ať už byly použity náklady vlastního kapitálu vypočtené pomocí modelu CAPM nebo pomocí SM. V obou případech je tato hodnota vyšší, než je účetní hodnota společnosti.

U hodnoty stanovené dle ekonomické přidané hodnoty jsou oba výsledky naopak nižší, než účetní hodnota společnosti. Hodnota je ovlivněna především záporným výsledkem ukazatele EVA, ze kterého se následně při výpočtu hodnoty společnosti vychází.

Na základě dosažených výsledků je tedy zřejmé, jak výrazně ovlivní výslednou hodnotu společnosti náklady na kapitál. Kdy rozdíl u metody DCF je téměř 10 mld. Kč a u metody EVA je to téměř 5 mld. Kč. Pomocí EVA je společnost výrazně podhodnocená, problémem u stanovení ekonomické přidané hodnoty je naplnění hodnoty ekonomické přidané hodnoty v podmínkách České republiky, kde není tak rozvinutý kapitálový trh, jako například v USA, kde byla ekonomická přidaná hodnota vyvinuta.

Jelikož stanovená hodnota obvykle není záležitostí bodového odhadu, je následně hodnota Třineckých železáren, a.s. stanovena na základě intervalu od 32 304 141 tis. Kč do 42 258 668 tis. Kč na základě metody diskontovaných peněžních toků. Byla zvolena verze, u které byly pro výpočet použity náklady vlastního kapitálu zjištěné pomocí SM, jelikož lépe odpovídají českým podmínkám.

Zhodnocení výsledků je zakončeno analýzou citlivosti, která slouží k určení vlivu jednotlivých vstupních parametrů na výslednou hodnotu oceňované společnosti, přičemž nejcitlivější je hodnota společnosti na ty faktory, které při změně o 1 % změni hodnotu firmy o více než 1 % a to jako pozitivně, tak negativně.

V rámci diplomové práce je použita jednofaktorová analýza citlivosti, pomocí které se zjišťuje změna hodnoty firmy v závislosti na změně jednoho parametru v posledním roce, tedy v roce 2018 za předpokladu, že ostatní faktory zůstanou nezměněné.

Analýza citlivosti u hodnoty stanovené dle metody DCF - Entity

Analýza citlivosti u hodnoty stanovené dle metody DCF – Entity slouží k určení velikosti vlivu faktorů WACC, FCFF a g na výslednou hodnotu, viz Tab. 5.2.

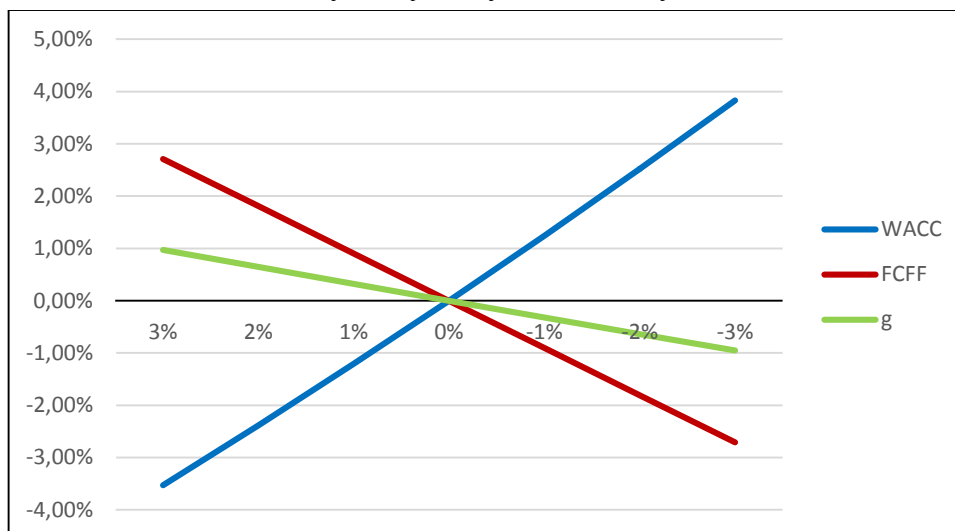
Tab. 5.2 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty firmy $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$

α	Relativní změny			Absolutní změny (v tis. Kč)		
	WACC	FCFF	g	WACC	FCFF	g
3%	-3,53%	2,71%	0,97%	-1 140 401	875 774	314 336
2%	-2,38%	1,81%	0,65%	-770 298	583 850	208 808
1%	-1,21%	0,90%	0,32%	-390 298	291 925	104 032
0%	0,00%	0,00%	0,00%	0	0	0
-1%	1,24%	-0,90%	-0,32%	401 022	-291 925	-103 296
-2%	2,52%	-1,81%	-0,64%	813 214	-583 850	-205 863
-3%	3,83%	-2,71%	-0,95%	1 237 052	-875 774	-307 709

Na základě dosažených výsledků je zřejmé, že největší vliv na hodnotu společnosti má WACC, kdy při změně tohoto faktoru o 1 % se sníží hodnota společnosti o 1,21 %. Naopak nejmenší vliv má hodnota odhadovaného tempa růstu g , které při růstu o 1 % zvýší hodnotu společnosti o 0,32 %. V případě změny parametru WACC se hodnota společnosti nachází v intervalu od 31 163 740 tis. Kč a do 33 541 193 tis. Kč.

Citlivost hodnoty firmy na vybrané faktory lze znázornit také graficky, viz Graf 5.1.

Graf 5.1 Citlivost hodnoty firmy na vybrané faktory



Nejvyšší sklon má přímka s největším vlivem na hodnotu společnosti, což jak již bylo uvedeno výše je faktor WACC. Dále je z grafu patrné, že pozitivní vliv na hodnotu společnosti má faktor WACC a negativní vliv mají faktory FCFF a g.

Analýza citlivosti u hodnoty stanovené dle EVA - Entity

Tak jako v předchozí metodě, je i u hodnoty společnosti odhadnuté pomocí ekonomické přidané hodnoty provedena analýza citlivosti. Faktory použité pro hodnocení vlivu na hodnotu společnosti jsou WACC, EVA a g. Opět je zkoumána analýza citlivosti vybraných faktorů v posledním roce ocenění, u kterého se předpokládá jeho trvání do nekonečna.

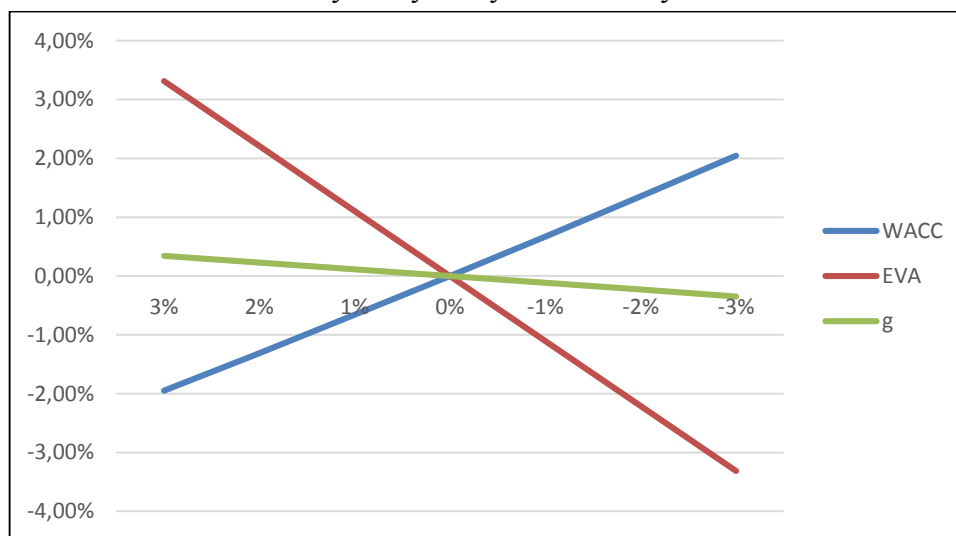
Tab. 5.3 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty firmy $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$

α	Relativní změny			Absolutní změny (v tis. Kč)		
	WACC	EVA	g	WACC	EVA	g
3%	-1,95%	3,31%	0,34%	-356 256	605 417	62 682
2%	-1,31%	2,21%	0,23%	-239 356	403 612	41 875
1%	-0,66%	1,10%	0,11%	-120 619	201 806	20 981
0%	0,00%	0,00%	0,00%	0	0	0
-1%	0,67%	-1,10%	-0,12%	122 546	-201 806	-21 068
-2%	1,35%	-2,21%	-0,23%	247 065	-403 612	-42 224
-3%	2,05%	-3,31%	-0,35%	373 605	-605 417	-63 468

Z Tab. 5.3 vyplývá, že v případě hodnoty firmy stanovené pomocí ekonomické přidané hodnoty má největší vliv EVA, kdy při změně ukazatele o 1 % dojde ke zvýšení hodnoty společnosti o 1,1 %. Nejmenší vliv má faktor g, který při změně o 1 % změní hodnotu

společnosti o 0,11 %. Opět jsou výsledky citlivostní analýzy znázorněny graficky, kde je potvrzeno, že největší vliv má EVA a WACC a nejmenší sklon, tedy vliv, je u faktoru g.

Graf 5.2 Citlivost hodnoty firmy na vybrané faktory



Na základě citlivostní analýzy byl zkoumán vliv jednotlivých faktorů na výslednou hodnotu společnosti. U hodnoty stanovené pomocí metody DCF – Entity měly největší vliv průměrné náklady na celkový kapitál, kdy změna tohoto faktoru o 1 % vedla ke změně stanovené hodnoty společnosti o -1,21 %. U hodnoty stanovené metodou EVA – Entity měl největší vliv na hodnotu společnosti ukazatel EVA, kdy její změna o 1 % vedla ke zvýšení hodnoty o 1,1 %. U obou hodnot měl nejmenší vliv faktor g, tedy předpokládané tempo růstu.

V případě změny parametru WACC v rozmezí ± 3 % se hodnota společnosti nachází v intervalu od 31 163 740 tis. Kč do 33 541 193 tis. Kč. V případě změny parametru EVA ve stejném rozmezí se hodnota společnosti nachází v intervalu od 17 660 973 tis. Kč do 18 871 807 tis. Kč.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty podniku pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků a metody ekonomické přidané hodnoty k 1. 1. 2014. Hodnota byla stanovena pro účely prodeje podniku nespecifikovanému kupujícímu, přičemž předmětem ocenění byl podnik Třinecké železářny, a.s.

Diplomová práce byla rozdělena na šest hlavních kapitol. První kapitola je úvod a poslední závěr. Druhá kapitola byla zaměřena na teorii oceňování, která je nezbytná pro ocenění společnosti v praktické části.

Ve třetí části práce byla představena oceňovaná společnost, byla vypočtena a okomentována finanční analýza pomocí poměrových ukazatelů rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity, také byla uvedena horizontální a vertikální analýza. Pro zhodnocení výsledků finanční analýzy byl použit Index IN05, nejen na jeho základě bylo konstatováno, že Třinecké železářny, a.s. jsou finančně stabilní a silnou společností, která je schopná přežít i v nepříznivých ekonomických podmínkách. Dále v rámci kapitoly byla uvedena strategická analýza, která byla rozdělena na analýzu makroprostředí a mikroprostředí. V rámci analýzy makroprostředí byly rozebrány hlavní makroekonomické ukazatele, kterými jsou hrubý domácí produkt, inflace, nezaměstnanost a měnový kurz. Také byl analyzován vývoj průmyslu jak v ČR, tak v EU včetně jeho prognózy a bariér vstupu do odvětví společnosti. Analýza mikroprostředí byla zaměřena na komparaci společnosti s českým konkurentem, a tím je společnost ArcelorMittal Ostrava a.s. a německý konkurentem Saarlouis AG, dále byla uvedena struktura odběratelů a zaměstnanců. Na základě výstupu finanční a strategické analýzy byla vytvořena SWOT analýza, která shrnuje silné a slabé stránky a také příležitosti a ohrožení společnosti.

Čtvrtá část byla věnována ocenění společnosti. Prvním krokem bylo na základě předchozích analýz, především pak strategické, stanovit tempo růstu tržeb, z něhož dále vycházel plán tržeb. Tempo růstu bylo stanoveno na růst o 2 % ročně. Dále byly vytvořeny plány provozní ziskové marže, investic, financování a plánu pracovního kapitálu. Pomocí syntézy těchto plánů byl sestaven dlouhodobý finanční plán společnosti na roky 2014 až 2018. Dalším krokem bylo stanovení nákladů na vlastní kapitál pomocí beta verze modelu CAPM a Stavebníkového modelu, nákladů na cizí kapitál a v neposlední řadě stanovení průměrných nákladů na celkový kapitál WACC. Na základě předchozích kroků byla stanovena hodnota podniku pomocí dvoufázové metody DCF – Entity ve výši 32 304 141 tis. Kč a 42 258 668 tis. Kč s ohledem na použité náklady vlastního kapitálu. Hodnota podniku pomocí

metody EVA – Entity pak byla odhadnuta ve výši 18 266 390 tis. Kč a 23 161 312 tis. Kč.

V rámci páté kapitoly bylo provedeno celkové zhodnocení. Na základě dosažených výsledků lze konstatovat, že i když je podnik oceněn dle výnosových metod, může dojít k velkým rozdílům v dosažených výsledcích. V rámci diplomové práce byl rozdíl roven hodnotě 14 037 751 tis. Kč. Důležitým faktorem jsou také zvolené náklady kapitálu a výše finančních toků. Nízká hodnota ocenění společnosti dle ekonomické přidané hodnoty byla způsobená především záporným výsledkem ukazatele EVA. Pro ocenění společnosti Třinecké železářny, a.s. je tedy vhodnější ocenění dle diskontovaných peněžních toků s náklady na vlastní kapitál zjištěných dle Stavebnicového modelu, který vhodněji vystihuje české podnikatelské prostředí.

Na základě citlivostní analýzy bylo zjištěno, že hodnota stanovená dle diskontovaných peněžních toků je nejvíce citlivá na změnu WACC a hodnota stanovená pomocí ekonomické přidané hodnoty je nejcitlivější na změnu ukazatele EVA. Naopak nejméně citlivé jsou obě hodnoty na předpokládané tempo růstu g .

Seznam použité literatury

Knižní publikace

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley, c2006, 685 s. ISBN 04-717-5121-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava Holečková. *Finanční analýza a plánování podniku*. 2. vyd. Praha: Oeconomia, 2004. ISBN 80-245-0684-X.

KERŤKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006, 206 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9453-8.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. BECK, 2010. 864 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1961-0.

ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013, 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

Elektronické dokumenty a ostatní

ARCELOR MITTAL. *Výroční zprávy* [online]. 2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z:

<http://ostrava.arcelormittal.com/o-spolecnosti/vyrocni-zpravy.aspx>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Databáze časových řad ARAD*. [online]. ČNB [25. 3. 2015]

Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online: data archived* [online]. 2014 [cit. 2015-04-10].

Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html

EUROSTAT. *Tables, Graphs and Maps Interface* [online]. 2014 [cit. 2015-04-08]. Dostupné

z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

EY. *Global steel 2014: Planning to profit from opportunity: preparing for future demand*

[online]. 2014 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Global_steel_2014/\\$FILE/EY-Global-steel-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Global_steel_2014/$FILE/EY-Global-steel-2014.pdf)

GAZDOVÁ, Romana. *Analýza rentability podniku s nehomogenní strukturou podnikání*.

Ostrava, 2013. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra financí.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Ministr a ministerstvo: analytické materiály*

[online]. 2013 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: [http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-](http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/)

[ministerstvo/analyticke-materialy/](http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/)

SAARSTAHL. *Global steel 2014: Planning to profit from opportunity: preparing for future demand* [online]. 2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z:

http://www.saarstahl.com/unser_unternehmen.html?&L=1

TŘINECKÉ ŽELEZÁRNY. *Finanční informace* [online]. 2015 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z:

http://www.trz.cz/web/trzocel.nsf/link/financni_informace_cz

WORLD STEEL ASSOCIATION. *Short Range Outlook 2014-2015* [online]. 2013 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: <http://www.worldsteel.org/media-centre/pressreleases/2014/worldsteel-Short-Range-Outlook-2014-to-2015.html>

Seznam zkratek

A	aktiva
AM	ArcelorMittal Ostrava a.s.
BÚ	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
ČPK	čistý pracovní kapitál
DM	dlouhodobý majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FM	finanční majetek
g	tempo růstu
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	krátkodobé závazky
L3	běžná likvidita
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
N	náklady
NOPAT	operační výsledek hospodaření
P	pasiva
PH	pokračující hodnota
R _E	náklady vlastního kapitálu
R _F	bezriziková sazba
R _{finstab}	riziková přírážka za finanční stabilitu
R _{finstr}	riziková přírážka za finanční strukturu
R _{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
R _{podnikatelská}	riziková přírážka za podnikatelské riziko
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
RP	riziková přírážka

SM	stavebnicová metoda
t	sazba daně
TŽ	Třinecké železářny, a.s.
UZ	úplatné zdroje
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
WACC _U	celkové náklady kapitálu nezadluženého podniku
WACC _L	celkové náklady kapitálu zadluženého podniku

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ве́доміі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 24. dubna 2015



Bc. Romana Gazdová

Seznam příloh

- Příloha 1: Rozvaha společnosti za roky 2008 - 2013
- Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát společnosti za roky 2008 - 2013
- Příloha 3: Horizontální analýza v relativním vyjádření za roky 2008 - 2013
- Příloha 4: Horizontální analýza v absolutním vyjádření za roky 2008 - 2013
- Příloha 5: Vertikální analýza hlavních účetních položek za roky 2008 - 2013
- Příloha 6: Finanční plán společnosti na roky 2014 – 2018
- Příloha 7: Rizikové přírážky pro výpočet nákladů vlastního kapitálu pomocí Stavebnicového modelu